



Mémoire

Présenté par :
SECK, Katim

**UNIVERSITE GASTON BERGER DE
SAINT-LOUIS**

**UFR DES SCIENCES ECONOMIQUES ET
DE GESTION**

**L'impact de la politique monétaire de la
BCEAO sur la croissance économique
dans les pays de l'UEMOA**

Année académique 2009-2010



UNIVERSITE GASTON BERGER DE SAINT-LOUIS
UFR DES SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION
SECTION ECONOMIE APPLIQUEE



**SUJET : L'impact de la politique monétaire sur la
Croissance économique de l'UEMOA.**

MEMOIRE DE D.E.A.

PRESENTE PAR :

KATIM SECK

SOUS LA DIRECTION :

M .FELWINE SARR

Professeur d'Economie

Année académique 2009-2010



DEDICACE

Je dédie ce travail qui complète mon cursus universitaire à MA FAMILLE

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE



REMERCIEMENTS

Mes remerciements vont à l'endroit de tous ceux qui ont contribué à la réussite de ce travail, en particulier :

ALLAH (SWT) pour m'avoir donné la force et le courage de parachever ce travail

Je prie sur son prophète **Mohamed** (psl)

Je remercie **Cheikh Ahmed Tidjane** (RTA) et **Cheikh Ibrahim Niass**

Je remercie ma famille ma famille de **Dakar** et **Saloum**

Je remercie tout particulièrement mon professeur et encadreur Monsieur **FELWINE SARR,**

LE PROFESSEUR ADAMA DIAW ET LE PROFESSEUR AHMADOU LO GUEYE

Je remercie le CODESRIA de la subvention accordée pour ce mémoire

Je remercie **M. DIOUF**, chef de service d'étude et de statistique de la BCEAO.

Mes remerciements à tous les membres de la **DETBN** (Dahira des Etudiants Talibés Baye Niass).

Je remercie **mes amis, mes voisins, mes camarades et toute la famille de l'UGB**



Je remercie tous mes professeurs, l'ensemble de l'unité de formation et de recherche des sciences économiques et de gestion sans qui ce travail ne serait pas achevé

Je remercie tous ceux qui, de près ou de loin, ont contribué ma formation

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE



Introduction

La politique monétaire est longtemps demeurée au second plan en raison de l'audience des idées Keynésiennes qui lui ont donné un simple rôle de complément à la politique budgétaire. L'accroissement de l'inflation dans les années 1970 a renversé cette hiérarchie : la politique monétaire est passée au premier plan.

Depuis quelques années les banques centrales de nombreux pays mènent une stratégie de relèvement anticipée des taux d'intérêts destinée à prévenir une hausse de l'inflation due à la surchauffe de l'économie ; ce qui suppose une compréhension des mécanismes par lesquels la politique monétaire affecte l'économie. Cependant il existe une opposition nette sur les principes de la politique monétaire à savoir l'approche Keynésienne, l'approche monétariste et les nouvelles approches de la macroéconomie.

Le paradigme keynésien était apparu comme solution miracle pour rééquilibrer les économies post-crise de 1929 et post-guerre mondiale. Pour les keynésiens, la politique monétaire est un instrument de politique conjoncturelle qui se fixe comme objectif final l'arbitrage entre inflation et chômage et retient comme objectif intermédiaire les taux d'intérêt : lorsque l'économie est en surchauffe, une politique monétaire restrictive, en augmentant le taux d'intérêt, permet de combattre les tensions inflationnistes. A l'inverse, en période de hausse du chômage, une politique monétaire expansive avec une diminution des taux d'intérêt doit permettre de relancer l'activité et l'investissement.

La politique monétaire à la différence de la politique budgétaire est un instrument qui n'agit pas directement sur l'activité. L'efficacité d'une politique monétaire émane de la réalisation de deux conditions :

-l'accroissement de l'offre de monnaie qui doit conduire à une baisse du taux d'intérêt. Or cette condition n'est pas toujours vérifiée en particulier dans les situations de trappe à liquidité.

-la baisse des taux d'intérêt qui doit se traduire par une reprise de l'investissement.

Du fait que la politique monétaire est soumise à condition, les keynésiens appréhendent la politique monétaire comme un instrument d'accompagnement de la politique budgétaire : on parle à ce propos de Policy mix. Dans l'optique keynésienne, la politique monétaire relève



d'interventions discrétionnaires. Il s'agit en fonction des situations de pouvoir discrétionnairement augmenter ou diminuer les taux d'intérêt de façon contra cyclique par exemple les politiques de ``stop and go``.

En somme dans cette approche les capacités de la politique monétaire et du crédit, en termes de stimulation économique, sont mises en évidence, ainsi que la maniabilité pratique de l'instrument monétaire qui, d'ailleurs, n'est contestée que pour des motifs un peu accessoires (les délais de transmission en particulier) par les monétaristes.

Le choc pétrolier de 1973 semblait sonner le glas des politiques conjoncturelles. Le keynésianisme connaissant son premier échec flagrant, les dirigeants ont prêté l'oreille aux théories des monétaristes, aussi appelé Ecole de Chicago, ou encore école néo-quantitativiste dont le chef de file est Milton Friedman.

Le monétarisme est apparu comme une réaction contre l'influence de Keynes et la préférence keynésienne pour la politique budgétaire au détriment de la politique monétaire. Cette école de pensée, soucieuse de limiter au minimum l'intervention de l'Etat et rejetant les politiques fiscales et budgétaires keynésienne, prône l'usage de la politique monétaire.

La doctrine monétariste affirme que c'est la quantité de monnaie qui influe sur le niveau des prix alors que la politique économique monétariste prescrit que cette quantité de monnaie doit être fixée par des autorités monétaires indépendantes de manière à satisfaire certains objectifs en matière d'inflation (maîtriser les tensions inflationnistes). Les monétaristes contestent l'efficacité des politiques monétaires conjoncturelles par ces trois critiques :

- La politique monétaire expansive se traduit par une accélération de l'inflation, cela se produit à long terme selon Friedman du fait de l'illusion monétaire.
- La politique monétaire conjoncturelle se heurte selon Friedman au problème des délais si les cycles d'activité sont courts et que les délais d'efficacité de la politique monétaire sont longs ; par conséquent, une politique monétaire contra-cyclique risque de se trouver pro-cyclique.
- Les monétaristes critiquent le choix du taux d'intérêt nominal comme objectif intermédiaire de la politique monétaire dans la mesure où le taux d'intérêt nominal se compose de deux éléments : la rémunération d'un placement et l'inflation anticipée. Or lorsque le taux d'intérêt



nominal varie, il est impossible de savoir si c'est la rémunération ou l'inflation anticipée qui sera modifiée.

Toutefois l'approche des nouveaux classiques de la politique monétaire est d'une grande pertinence. Pour les nouveaux classiques, la politique monétaire doit s'appliquer sur un principe réglementaire et non discrétionnaire. Le débat sur la crédibilité de la politique monétaire inauguré par Kydland et Prescott permet à ces derniers de donner l'analyse suivante :

Pour que les agents croient à la désinflation et qu'ils modifient leurs anticipations, il faut que la décision gouvernementale soit irréversible. A défaut, la révision de la politique monétaire dans le but de combattre le chômage aura deux conséquences :

- Le chômage ne baissera que momentanément du fait de l'effet surprise dont sont victimes les agents.
- La perte de crédibilité pour l'avenir parce qu'elle ne respecte pas la condition de cohérence inter-temporelle des choix. De plus, l'ouverture sur l'extérieur rend aujourd'hui plus complexe le débat sur l'efficacité de la politique monétaire :
- En situation de change fixe, la politique monétaire de relance ne permet pas d'atteindre l'équilibre interne.
- En situation de change (quasi) fixe, la politique monétaire peut toujours s'affranchir de la contrainte de stabilité du change par la dévaluation.
- En change fixe, dès que le recours à la dévaluation est exclu, les autorités monétaires privilégient une politique monétaire restrictive ou coordonnée.

La politique monétaire se situe désormais au cœur des débats relatifs aux mesures susceptibles de favoriser une croissance durable et la stabilité des prix dans l'économie. La politique budgétaire a perdu son attrait en tant qu'instrument de stabilisation de l'ensemble de l'économie en raison des doutes quant à la capacité de régler les mesures budgétaires de façon à atteindre le degré de stabilisation souhaité et également du fait des préoccupations relatives aux déficits budgétaires. Il s'ensuit que depuis quelques années, économistes et hommes politiques recommandent que l'objectif de stabilisation de la production et de l'inflation revienne à la politique monétaire¹.

¹-Article rédigé pour le colloque Banque de France-Université<< cycles financiers et croissance>> 24-26 janvier 1996.



La politique monétaire qui peut être définie comme l'intervention des autorités monétaires en vue d'obtenir, par l'action sur les variables monétaires et financières (masse monétaire, taux d'intérêt, volume du crédit, taux de change, modification des conditions de fonctionnement de l'économie à court terme ou à long terme), a souvent pour principal objectif la stabilité du niveau des prix et la lutte contre l'inflation ; ce qui implique la surveillance du taux de change de la devise.

Si l'on emprunte la définition de François Perroux, on peut dire que la croissance économique correspond à l'augmentation soutenue, pendant une ou plusieurs périodes longues d'un indicateur de dimension, pour une nation, du produit global en termes réels. C'est ainsi que la banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) dont la mission est de gérer la politique monétaire des Etats membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) vise à ajuster la liquidité globale de l'économie en fonction de l'évolution de la conjoncture économique, afin d'assurer une stabilité des prix et de promouvoir la croissance économique dans l'union.

Une union économique et monétaire modifie profondément les rapports entre les politiques monétaires, budgétaires et structurelles du fait du changement d'échelle imposé à ces politiques et de leur transfert aux mains d'acteurs différents et distincts. Dans l'Union Monétaire Ouest Africain (UMOA), l'objectif de la politique monétaire, conduite par la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), est d'assurer la stabilité des prix dans le souci de préserver la valeur interne et externe de la monnaie. Depuis 1989, la politique monétaire de la BCEAO se fonde sur un recours accru aux mécanismes de marché, consacrant l'option d'une régulation indirecte de la liquidité bancaire. Un rôle primordial est ainsi accordé au taux d'intérêt qui devient l'instrument privilégié de la politique monétaire, en particulier depuis l'abandon de l'encadrement du crédit intervenu en janvier 1994.

La politique monétaire vise donc la manière dont la banque centrale emploie certains instruments afin d'influencer les objectifs opérationnels et intermédiaires puis en définitive les objectifs généraux de la politique économique. La transmission de la politique monétaire suit les mécanismes suivants :

- le canal traditionnel du taux d'intérêt qui agit sur l'investissement par le coût du capital,
- les canaux faisant intervenir différents prix d'actifs : taux de change, q de Tobin et effet de richesse



- les canaux du crédit : canal du crédit au sens strict, canal des bilans, canal des variations non anticipées du niveau général des prix et effet sur la liquidité des ménages.

L'Union Economique et Monétaire Ouest Africain (UEMOA), dernière étape d'intégration économique des Etats de l'Afrique de l'Ouest, vient confirmer la fidélité aux objectifs de la communauté des Etats de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO), la conscience aux avantages mutuels qu'ils tirent de leur appartenance à la même union monétaire et de la nécessité de renforcer la cohésion de celle-ci et du fait de la nécessité d'étendre au domaine économique la solidarité qui les lie déjà sur le plan monétaire². Comme toute union monétaire est une entité géographique au sein de laquelle les états (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo) fixent leurs taux de change interne et externe et adoptent une monnaie unique qui ne peut dès lors fluctuer vis-à-vis du reste du monde.

Les pays membres de l'Union Economique et monétaire Ouest Africaine (UEMOA) ont connu à des degrés variés, une crise économique et financière profonde dans les années 1980 et au début de la décennie 1990. La mise en œuvre de programmes d'ajustement structurel, sur une période relativement longue, le changement de la parité du franc CFA par rapport au franc français, (l'avènement de l'euro entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1999) et l'aggravation et l'internationalisation de la crise financière de 2007 (la crise survenue en Août 2007 aux Etats-Unis) ont induit une reprise de la croissance économique qu'il convient de soutenir et d'accélérer par des mesures macro-économiques et sectorielles appropriées.

La politique macroéconomique, par le biais notamment de la politique monétaire de relance, agit à court terme sur la demande globale du fait de l'augmentation d'offres de monnaie (par exemple par une baisse de son taux directeur). Une telle baisse encourage la demande de crédits par les ménages et les entreprises en augmentant l'activité économique d'ensemble. En diminuant le taux de rendement de la monnaie, une politique monétaire expansive fera baisser le cours des monnaies nationales face aux monnaies étrangères (dépréciation de la monnaie), ce qui augmentera le solde de la balance commerciale à moyen terme (hausse des exportations et baisse des importations).

La BCEAO a opté depuis la fin des années 80, pour une politique de gestion indirecte de la monnaie, avec comme principal instrument opérationnel, le taux d'intérêt. De façon générale, le processus de fixation du taux d'intérêt intègre des paramètres internes (taux d'inflation,

² Rapport UEMOA



taux de croissance de l'économie, position extérieure des banques, évolution des crédits à l'économie, etc.) et externes (taux d'inflation du principal partenaire (la France) aux d'intérêt à l'étranger, l'évolution du taux de change etc.).

La question centrale de ce mémoire porte sur l'impact de la politique monétaire sur la croissance économique dans l'UEMOA. Il s'agit de monter l'effet d'un mécanisme de transmission de la politique monétaire sur la croissance économique. Pour ce faire, nous cherchons à répondre aux questions suivantes :

- Existe-t-il une relation entre la politique monétaire et la croissance économique ?
- Quels sont les faits stylisés de la relation politique monétaire dans la croissance en Afrique ?
- Le mécanisme de transmission par les taux d'intérêt directeurs de la BCEAO a-t-il un effet sur les composantes de la croissance économique dans l'UEMOA ?

Ce présent travail tente d'analyser la politique des taux d'intérêt directeurs de la BCEAO, afin d'obtenir une image complète des liens macro-économiques existant entre investissement et croissance économique.

Les objectifs de l'étude sont les suivants :

- Décrire la relation politique monétaire / croissance économique.
- Montrer les faits représentatifs de cette relation en Afrique.
- Faire la revue de la littérature économique de l'impact de la politique des taux d'intérêt directeurs sur la croissance économique.
- Tirer de l'estimation du modèle les implications et recommandations de la politique monétaire comme soutien de la croissance économique.

Notre travail sera organisé en trois chapitres :

Le Chapitre 1 procèdera à une revue théorique et empirique de la relation politique monétaire /croissance économique.

En s'inspirant de la revue de la littérature, le Chapitre 2 présentera une étude des faits stylisés de la relation politique monétaire / croissance économique en Afrique.

Le chapitre 3 sera consacré à l'étude de l'impact de la politique des taux d'intérêt directeurs sur la croissance économique.



La revue littéraire de l'impact de la variation des taux d'intérêt directeur sur la croissance, fera l'objet de la première section de ce chapitre. La deuxième section décrite, présente le modèle économétrique de l'analyse et l'interprétation des résultats propose un modèle et son estimation.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE



Chapitre I : revues théorique et empirique de la relation politique monétaire, croissance économique.

L'événement fondateur des conceptions modernes est la crise de 1929, qui fut en partie suscitée par une politique monétaire trop restrictive.

Dans sa *Théorie générale*, Keynes souligne le rôle du taux d'intérêt comme instrument de pilotage de la demande globale : la « politique monétaire » est née. Elle peut être représentée dans le cadre du modèle offre agrégée – demande agrégée : en élevant les encaisses monétaires détenues par les ménages, ou en abaissant le taux d'intérêt, une politique monétaire expansive accroît la demande agrégée de biens et de services pour chaque niveau de prix ; selon la pente de la courbe d'offre, l'activité et/ou les prix augmentent – une politique monétaire restrictive a l'effet inverse.

L'importance de la politique monétaire s'accroît encore dans les années 1960 avec la découverte de la courbe de Phillips : si la relation entre inflation et chômage est stable, on peut faire baisser le chômage en augmentant, par la politique monétaire, le taux d'inflation. Dans les années 1950 et 1960, la politique monétaire est, avec la politique budgétaire, un instrument privilégié de pilotage conjoncturel.

Economistes et responsables vont progressivement réviser leur jugement. D'abord, ils se rendent compte du pouvoir exorbitant que constitue la possibilité de financer le déficit de l'Etat par la création monétaire (la monétarisation du déficit). Le coût de cette politique – la hausse des prix – est différé et réparti sur l'ensemble des agents économiques et l'inflation échappe vite au contrôle des autorités. Ensuite l'arbitrage entre inflation et chômage est mis à mal par la première crise pétrolière qui crée une combinaison inédite de faible croissance et d'inflation : la Stagflation. L'impact inflationniste du choc pétrolier a probablement été amplifié par le contexte monétaire accommodant qui prévalait alors au même moment. L'analyse économique d'anticipation rationnelle, développée notamment par Robert Lucas et par Robert Barro, montre que l'arbitrage inflation/chômage disparaît dès lors que la Banque centrale est anticipée par les agents privés.



Une majorité d'économistes considère désormais que la politique monétaire peut faire baisser le chômage à court terme, mais pas à long terme, même s'il existe une école dissidente pour qui *l'hystérèse* du taux de chômage rend le long terme dépendant du court terme (Ball, 1999). La théorie des anticipations rationnelles met aussi en lumière l'importance de la crédibilité et établit que celle-ci est plus forte si les banques centrales opèrent dans un temps long, affranchi du cycle électoral. Au total l'idée s'impose dans les années 1980 qu'il faut centrer le mandat des banques centrales sur la lutte contre l'inflation, et les protéger en construisant un cadre institutionnel qui les met à l'abri des pressions politiques et leur interdit de prêter à l'Etat. Ce cadre est consacré en Europe, en 1992, par le traité de Maastricht. L'indépendance des banques centrales a été une grande tendance de la politique économique à la fin du XX^e siècle. C'est un exemple de réforme institutionnelle d'ampleur fondée sur l'analyse économique moderne qui a, en peu d'années, gagné la quasi-totalité des économies industrielles et des économies émergentes. Il est possible d'assigner à la politique monétaire le contrôle du niveau des prix parce que la banque centrale a une pleine maîtrise de la création monétaire, alors qu'il n'est pas possible d'assigner un tel objectif à la politique budgétaire. A long terme, celle-ci est en effet nécessairement asservie au contrôle du niveau d'endettement public.

Nous aborderons dans la première section de ce chapitre une revue théorique de la relation politique monétaire - croissance économique et une revue empirique dans la deuxième section.



Section 1 : Approches théorique et empirique de la relation politique monétaire, croissance économique.

Que peut la politique monétaire ? De quelle manière, dans quelle mesure, et par quels canaux agit-elle sur l'économie ? La question a fait l'objet de longues polémiques, et aujourd'hui encore, les controverses autour de la politique de la Banque centrale européenne renvoient souvent à des représentations différentes des effets de décision sur les taux d'intérêt. La représentation centrale est que la politique monétaire agit sur la demande agrégée. Mais dans la théorie classique, actualisée par les anticipations rationnelles, la Banque centrale agit en fixant le niveau de l'offre de monnaie, et une augmentation de la quantité de monnaie n'entraîne en principe qu'un changement d'échelle de tous les prix ; ce qui ne change en rien l'équilibre des quantités. Pour expliquer l'influence de la monnaie sur l'économie réelle, il faut donc s'écarter du paradigme classique pour supposer l'existence de rigidités dans l'ajustement des prix relatifs ou de contraintes financières que l'augmentation de l'offre de monnaie va desserrer.

Le chapitre intitulé approches théorique et empirique de la relation politique monétaire - croissance sera scindé en deux parties : en premier lieu la revue de la littérature économique et en deuxième lieu les canaux de transmission de la politique monétaire.

I) Revue de la littérature économique

La politique monétaire consiste à réguler l'évolution de la masse monétaire en fonction d'objectifs tels que la stabilité des prix ou la relance de l'activité économique (Faugère, 1994). Dans la pratique, certaines banques centrales articulent leur politique monétaire autour d'un objectif final unique (la stabilité des prix), d'objectifs intermédiaires (par exemple, des règles d'évolution de la masse monétaire) et d'instruments (taux d'intérêt et réserves obligatoires). La politique monétaire peut agir sur la production par le biais de la dépense globale.



La revue de la littérature économique fait ressortir, non seulement au plan théorique mais aussi plan empirique, un débat sur l'efficacité de la politique monétaire en tant qu'instrument de relance d'activités économiques.

Au plan théorique, en dehors des contributions plus récentes du courant des anticipations rationnelles et des théories de la croissance endogène, le débat a longtemps et surtout opposé les économistes dits Keynésiens et ceux appelés monétaristes.

Selon la théorie des anticipations rationnelles, développée aux Etats Unis à partir des années 1970 (avec Robert Lucas (1972), Sargent Wallace (1975), Modigliani et Shiller (1973) qui sont de la seconde génération de travaux dont le chef de file John F.), aucune politique économique n'est en mesure d'agir de façon efficace sur l'activité économique, à moins qu'elle ne contienne un élément de surprise. Les prémices de cette école sont que :

- Les anticipations sont rationnelles
- Les marchés des biens et des actifs sont en équilibre continu et simultané.

La théorie des anticipations rationnelles dont l'idée est que les individus utilisent au mieux les informations dont ils disposent, suppose que les agents économiques anticipent correctement toutes les variables pertinentes et qu'ils connaissent parfaitement le fonctionnement de l'économie, en particulier les effets des décisions de politique économique. Cependant cette école de pensée conçoit, à travers les théories récentes de la croissance endogène, la possibilité d'intervention de l'Etat lorsque l'économie est en situation d'équilibres sous-optimaux (l'accumulation de capital humain, la réalisation d'infrastructures et services publics, la recherche et la diffusion de l'innovation).

Le débat entre les économistes keynésiens et les monétaristes s'est surtout situé dans le contexte du cadre analytique de l'équilibre général keynésien de détermination du revenu (output) et du taux d'intérêt assurant l'équilibre simultané sur le marché des biens et services et le marché monétaire en économie fermée.

L'analyse keynésienne, en remettant en cause les hypothèses de la théorie quantitative de ses prédécesseurs classiques, relatives au plein emploi et la constance de la vitesse de circulation de la monnaie, fait apparaître des équilibres de sous emploi, faisant appel à une action de relance budgétaire et/ou monétaire. L'approche monétariste, ayant pour tenant Milton Friedman (1968 -1969, chef de fil de l'école de Chicago), soutient qu'à court terme,



les variations de la quantité de monnaie peuvent avoir des effets temporaires réels essentiellement de ces risques d'éviction. Cependant, à long terme, sous l'hypothèse de flexibilité des prix et du marché du travail, les variations de la masse monétaire n'ont d'effet que sur le niveau général des prix. La production et l'emploi ne sont pas affectés.

Ce cadre analytique d'économie fermée a été enrichi par les travaux de Mundell (1962) et Flemming (1962) qui ont intégré la contrainte extérieure et la mobilité internationale des capitaux. Sous l'hypothèse de rigidité des prix des salaires, ils ont montré qu'en économie ouverte, l'action monétaire est inefficace sauf en régime de change flexible, quelque soit le degré de mobilité des capitaux.

Depuis la fin des années 1980 une vague de travaux empiriques a montré que la politique monétaire disposait d'une influence significative à court terme sur l'économie réelle (Litterman (1983), Judd et Motley (1992), Clarida R., J. Gali et M. Gertler (1999)). Parallèlement, les fondements théoriques utilisés pour l'analyse de la régulation monétaire ont évolué vers plus de réalisme. Ainsi, les rigidités nominales ont été prises en compte grâce au recours à des modèles macroéconomiques micro-fondés. Ce cadre d'analyse a permis de justifier la non neutralité à court terme de la monnaie sur l'économie réelle. Du fait de la rigidité des prix nominaux, la politique monétaire par la variation du taux d'intérêt nominal peut affecter le taux d'intérêt réel de court terme et dès lors, les évolutions des principales variables macroéconomiques sont liées à la demande globale.



II) APPROCHE EMPIRIQUE

Les thèses keynésienne et monétariste ont surtout alimenté de nombreuses études empiriques notamment au sein de la Fédéral Réserve Bank de Saint Louis (Anderson et Jordan, 1968 ; Keran, 1969 ; et Andersen et Carlson, 1970). En particulier, Andersen et Carlson (1970) ont développé et estimé un modèle, connu sous le nom de modèle de St. Louis, qui exprime la variation de la dépense totale courante en fonction des variations de l'offre de monnaie et des dépenses publiques. Le résultat fondamental tiré de ce modèle est que l'impact de la politique monétaire est plus important, plus rapide et plus prévisible que celui de la politique budgétaire.

Dans une version ultérieure du modèle de Saint Louis, une spécification en terme de taux de croissance a été utilisée (Carlson, 1978). Avec les données trimestrielles des Etats Unis sur la période 1953 à 1978, les résultats montrent que les effets des dépenses publiques sont proches de zéro alors que ceux de l'offre de monnaie sont significatifs.

Sur la base d'études économétriques, certains auteurs sont parvenus à des résultats qui valident plutôt la thèse keynésienne d'une supériorité des effets de la politique budgétaire par rapport à la politique monétaire. Parmi ces études, on peut citer le modèle développé conjointement par le Fédéral Reserve Bank et le Massachusetts Institute of technology (le modèle FR / MIT). Les simulations faites à partir du modèle FR / MIT font ressortir que non seulement l'impact de la Politique monétaire sur l'activité économique est beaucoup plus faible que celui suggéré par les études de Andersen –Jordan, mais aussi que les effets de la politique monétaire sont beaucoup plus lents que ceux de la politique budgétaire.

En dehors des Etats Unis, certains auteurs, utilisant pour la plupart l'équation de St-Louis, sont parvenus à des résultats mitigés : Keran (1970), Chowdhury (1988), Betten et Hafer (1983). Les résultats de Keran (1970), concernant huit pays industrialisés, ont montré que les effets de la politique budgétaire étaient beaucoup plus significatifs que ceux de la politique monétaire.

L'étude de Better et Hafer (1983), portant sur six pays industrialisés (Allemagne, Canada, Etats Unis, France, Japon et Royaume Uni), aboutit à la conclusion que la politique monétaire



avait un effet significatif dans tous les pays étudiés, alors que l'influence budgétaire n'était significative qu'en France et au Royaume Uni.

Chowdhury (1988) a appliqué l'équation de St-Louis à six pays Européens : Autriche, Belgique, Danemark, Hollande, Norvège et Suède. Les résultats font ressortir que l'impact de la politique monétaire sur l'activité économique était plus important dans trois pays (Danemark, Norvège et Suède) alors que la Politique budgétaire était plus efficace en Belgique et en Hollande. Les résultats pour l'Autriche n'ont pas été satisfaisants.

A l'exception des études telles que celles de Darrat (1984) et Chowdhury (1986), comprenant pour la plupart des pays d'Amérique Latine, et plus récemment celle de Bynoe (1994), portant sur des pays africains, peu de travaux ont concerné les pays en développement. Ces études ont utilisé une version modifiée de l'équation de St-Louis, en intégrant les exportations nominales pour tenir compte du degré d'ouverture et de la forte dépendance de ces pays du Commerce international.

Darrat (1984) et Chowdhury (1986) ont trouvé que la Politique budgétaire avait des effets plus importants que la politique monétaire dans les pays étudiés. Cette option avait été proposée par Better et Hafer (1983) et plus tard par Chowdhury (1986). Bynoe (1994) a adopté la version modifiée de l'équation de St-Louis pour tester empiriquement les effets relatifs de la politique monétaire et de la politique budgétaire sur l'activité économique dans cinq pays africains (Ghana, Nigéria, Kenya, Sierra Leone et Tanzanie), en utilisant des données annuelles couvrant pour la plupart la période 1965 – 1990.

Les résultats montrent que la politique budgétaire n'est significative qu'au Nigéria. Par ailleurs, contrairement aux autres pays en développement, l'impact de la politique monétaire est relativement plus important que celui de la politique budgétaire au Ghana, au Nigéria et en Sierra Leone. Au revenu nominal, Bynoe explique la prédominance des effets de la politique monétaire par une monétisation des réserves en devises ou du déficit budgétaire dans ces pays.

Solomane Koné analyse au plan empirique, l'efficacité relative des politiques monétaires et budgétaires sur l'activité économique des pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), à l'exception de la Guinée Bissau.



Les résultats issus de son modèle à correction d'erreur de la variation du Produit Intérieur Brut (PIB) nominal par rapport aux variables explicatives (masse monétaire, les dépenses publiques et les exportations) montrent que les politiques monétaires et budgétaires influenceraient positivement le PIB nominal et réel au sein des pays de l'UEMOA.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE



Section 2 : Les canaux de transmission de la politique monétaire

Il s'agit d'une section tout à fait importante dans le cadre de la compréhension de la réalisation du dispositif monétaire. Cependant comme le reconnaissent les Banques centrales, ce processus de transmission de la politique monétaire est complexe et, même s'il est connu dans ses grandes lignes, il n'existe pas de conception unique et incontestée de tous les aspects concernés.

Les canaux de transmission de la politique monétaire sont les voies par lesquelles les autorités monétaires peuvent infléchir l'offre et la demande de biens et services et, plus généralement contribuer à la réalisation des objectifs finals de la politique économique.

Après avoir défini les canaux de transmission de la politique monétaire, nous allons préciser les enjeux et canaux de la monnaie en information symétrique et en information asymétrique.

I/ Enjeux des canaux de transmission de la politique monétaire :

Les canaux de transmission constituent des liens spécifiques par lesquels les impulsions de la politique monétaire se répercutent sur l'activité économique plus particulièrement sur le niveau des prix. Les banques centrales essaient de percevoir au mieux l'environnement, c'est-à-dire tous les signes annonçant l'émergence de tensions à venir afin de prendre des mesures avant la survenance de ces tensions dans l'économie. Mais elles savent qu'il faut un certain délai avant que les effets des actions monétaires ne se fassent ressentir. Elles s'interrogent par conséquent sur les délais de réaction mais aussi sur leur ampleur. L'ajustement de l'économie ne s'effectue pas de manière instantanée. D'un point de vue théorique, il s'agit de s'interroger sur l'intégration de la monnaie. Pour les monétaristes, l'action des autorités monétaires



modifie les prix relatifs (actifs monétaires, financiers et réels), ensuite elle entraîne la consommation et l'investissement dans le cadre des relations réelles de court terme avec une transmission par les prix. A long terme, la politique monétaire n'a aucune influence sur l'activité réelle. Les prix relatifs des actifs diffusent les actions des autorités. Le modèle IS/LM de base développe une transmission par le taux d'intérêt réel. La courbe décroissante IS décrit l'équilibre sur le marché des biens, avec le couple production – taux d'intérêt, tandis que la courbe croissante LM décrit l'équilibre sur le marché de la monnaie. L'équilibre macroéconomique est donné par le couple production - taux d'intérêt assurant simultanément l'équilibre sur les deux marchés. La transmission de la politique monétaire va donc passer par le taux d'intérêt.

Le mécanisme retenu se traduit par des ajustements de portefeuille des agents, c'est-à-dire des ajustements entre monnaie et titres financiers (les crédits bancaires sont considérés comme de parfaits substituts aux titres). Cet ajustement va provoquer une modification de l'ensemble des taux d'intérêt. Ainsi, le taux de rendement du capital physique (le coût du capital) varie et les entreprises sont incitées à le renouveler d'où une stimulation du secteur des biens de production avec diffusion à l'ensemble de l'économie. Dans le cadre d'une politique monétaire expansionniste, le taux d'intérêt baissera ; il y a donc une réduction du coût du capital, une croissance des dépenses d'investissement et, avec le mécanisme du multiplicateur d'investissement, un accroissement de la demande globale et de la production. Dans ce modèle, seule la courbe LM évolue puisque le taux d'intérêt influence la demande de monnaie par le biais du motif de spéculation. L'augmentation de l'offre de monnaie entraîne une baisse du taux d'intérêt et un accroissement de la production.

Certains théoriciens sortent du cadre de l'information symétrique et développent une analyse des canaux dans le cadre d'informations asymétriques sur les marchés des capitaux et des crédits. Les imperfections sur les marchés propagent et amplifient les effets des prix relatifs. Sur les marchés, les phénomènes d'anti-sélection (l'une des parties a plus d'informations que l'autre, le risque du prêteur va donc s'élever) ou d'aléa moral (risque pour le prêteur sur l'engagement temporel de l'emprunteur) conduisent les banques à rationner les crédits (le canal du crédit).



II/ Les canaux de la monnaie en information symétrique

Compte tenu de la symétrie d'information, la structure financière de l'économie (financement par le crédit ou par le marché) importe peu. Seule l'offre de monnaie (passif bancaire) et ses conséquences sur le taux d'intérêt est prise en compte, selon le schéma de synthèse IS – LM.

La littérature théorique identifie trois canaux essentiels de la politique monétaire : le canal du taux d'intérêt, le canal du prix des actifs financiers et le canal du taux de change.

1) Le canal du taux d'intérêt

Les effets des modifications de taux d'intérêt directs sont généralement étudiés dans le cadre d'une analyse des comportements de dépenses des agents (ménages, entreprises et Etat). Dans une perspective de court terme et en supposant une baisse non anticipée des taux d'intérêt, trois effets peuvent être mis en évidence sur les comportements de dépenses des ménages :

- L'effet de substitution : les modifications de taux d'intérêt conduisent les agents à revoir l'arbitrage entre consommation immédiate et épargne. Une baisse de taux diminue la valeur de la consommation future et incite à consommer aujourd'hui puisque l'épargne devient moins intéressante et le crédit moins cher. Ainsi, la hausse des taux d'intérêt peut décourager la consommation en stimulant l'épargne.
- L'effet de revenu : une baisse de taux entraîne une hausse de la valeur actualisée des dépenses de consommation anticipées pour des périodes futures. Dès lors, la consommation future est plus coûteuse, toutes choses égales par ailleurs. Les ménages préfèrent par conséquent épargner davantage et réduire leur consommation immédiate pour faire face à cette situation.

Les agents économiques détenant des actifs financiers et/ou se finançant par émission d'actifs financiers, toute mesure de politique monétaire affectant le prix des actifs est susceptible d'exercer une influence sur leur comportement. Ainsi avec le canal du cours des actions, le ratio « q » de Tobin, permet de comprendre comment, en affectant le cours des actions, la politique monétaire influe sur l'incitation à investir des firmes. Celles-ci



investissent tant que l'accroissement de leur valeur boursière, consécutif à l'augmentation d'une unité de travail, est supérieur au coût de cette dernière unité. Le ratio q est défini comme le rapport entre la valeur boursière du stock de capital et son coût de remplacement, soit $q = V/PK$, avec V la valeur boursière de la firme et PK la valeur du capital à son coût de remplacement.

Lorsque $q > 1$, le prix boursier du stock de capital est inférieur à son coût de remplacement, le résultat incite à investir.

Lorsque $q < 1$, le prix boursier du stock de capital est inférieur à son coût de remplacement, il n'y a donc pas d'incitation à investir.

L'augmentation de la masse monétaire conduit les agents à considérer qu'ils ont trop de liquidités par rapport au niveau désiré et à réduire leurs encaisses en accroissant leur demande de biens et de services mais aussi d'actions poussant ainsi les cours à la hausse. De plus, la baisse des taux d'intérêt résultant d'une politique monétaire expansionniste réduit l'attrait pour les obligations par rapport aux actions ; ce qui renforce leur hausse. L'accroissement du ratio q , suite à l'offre accrue de monnaie, incite donc à l'investissement conduit à une augmentation de la demande finale et de l'activité. Le mécanisme peut être schématisé comme suit :

Politique monétaire expansionniste $\rightarrow P A \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

2) Le canal du taux de change

L'ouverture croissante des économies domestiques a conféré au taux de change un rôle plus important comme canal de transmission de la politique monétaire. Dans un régime de change flexible, les variations des taux directeurs sont susceptibles d'induire des fluctuations des taux de change. En agissant sur les prix et sur la compétitivité des entreprises nationales, cette modification de change exerce alors un impact sur l'économie réelle. Toutes choses égales par ailleurs, une baisse des taux entraîne une dépréciation du cours de la monnaie, ce qui stimule les exportations nettes et la production nationale. Cet effet ne se fait ressentir qu'au bout de quelques années. La diminution des taux rend la monnaie nationale moins



attractive et provoque une sortie de capitaux. La dépréciation de la monnaie domestique renchérit le coût des importations. L'accroissement du coût des importations se répercute alors sur les prix domestiques : c'est le mécanisme de l'inflation importée. Les autorités monétaires peuvent donc inversement chercher à lutter contre l'inflation par une politique d'appréciation de la monnaie domestique sur le marché des changes suscitée par la rigueur et l'accroissement du taux d'intérêt.

Les effets du taux de change sont moins importants pour une grande zone monétaire relativement fermée telle que la zone euro que pour une petite économie largement ouverte.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE



III/ Les canaux du crédit en information symétrique

En asymétrie d'information, certains agents détiennent des informations non transmises dans le système des prix et non connues des autres agents, ce qui permet d'expliquer le rôle des intermédiaires financiers et de montrer que la structure financière de l'économie doit être prise en compte dans la transmission politique de la politique monétaire. Le canal étroit du crédit met l'accent sur le crédit bancaire alors que le canal strict du crédit envisage les conditions de financement externe, le rôle large que joue la richesse nette des firmes.

1) Canal étroit du crédit

A la différence du canal de la monnaie qui ne s'intéresse pas aux modalités de financement de l'économie et ne distingue pas titres et crédit, cette conception s'appuie sur l'imparfaite substitution en titres et crédit, rationalisée par l'existence d'asymétries d'information. La faible substituabilité entre crédits et titres a une double signification. D'une part comme actifs détenus par les banques, crédits et titres ne sont pas parfaitement substituables du fait de leur différence de liquidité (disponibilité et sécurité). Ainsi, une politique monétaire restrictive peut conduire les banques à des arbitrages de portefeuille réduisant leur offre de crédit. D'autre part, comme moyens de financement de certains agents non financiers (ménages et PME), crédits et titres ne sont pas substituables ; ce qui rend ces agents dépendants du crédit bancaire.

Le canal étroit du crédit correspond donc à l'incidence de la politique monétaire sur les conditions de crédit bancaire, conditions fortement contraignantes pour certains agents économiques. En cas de politique restrictive, à côté de la réaction des agents à la hausse générale des taux d'intérêt sur les marchés (canal de la monnaie), il se manifeste par une modification du comportement des Banques qui soit augmentent leur prix, c'est-à-dire la marge entre taux débiteurs sur les crédits et taux de marché, soit rationnellement la quantité de crédit. Dans les deux cas, les agents économiques sont différemment touchés selon leur possibilité d'accès au marché de titres.

De façon schématique, l'effet de politique monétaire est le résultat : **politique monétaire expansionniste** → **dépôts bancaires** ↑ → **prêts bancaires** ↑ → **I** ↑ → **Y** ↑.



2) Le canal large du crédit

Il repose sur l'imparfaite substituabilité des financements externes au financement interne. Les imperfections des marchés de capitaux liées en partie à l'asymétrie d'information donnent un rôle important à la richesse nette dans les comportements financiers. Ainsi, la différence de coût entre financements interne et externe varie inversement avec la richesse nette de l'emprunteur ; celle-ci jouant le rôle de garantie.

La politique monétaire affecte la sphère réelle par le canal large lorsqu'elle exerce une influence sur la différence entre le coût du financement externe et le coût du financement interne. L'idée générale est de considérer que plus la richesse nette de l'emprunteur d'une entreprise est faible, plus les problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral sont importants lorsqu'il s'agit d'octroyer un financement.

Ainsi, une politique monétaire expansionniste (une condition monétaire étant un cas strictement symétrique) peut entraîner une hausse des coûts des actions qui renforce la situation nette des entreprises, ce qui est considérée comme une garantie en asymétrie d'information et facilite le financement externe, conduisant ainsi à un accroissement des dépenses d'investissement et de la demande globale. Une politique monétaire expansionniste ($M \uparrow$), qui entraîne une hausse des cours des actions ($PA \uparrow$) selon l'enchaînement décrit précédemment, renforce la situation nette des entreprises et aboutit donc à une augmentation des dépenses d'investissement ($I \uparrow$) et de la demande globale ($Y \uparrow$), puisque les problèmes d'anti - sélection et de risque moral sont atténués. On en déduit donc le schéma suivant, pour un canal de transmission de la politique monétaire par le bilan :

$M \uparrow \rightarrow PA \uparrow \rightarrow$ richesse nette \rightarrow anti - sélection
 \downarrow et risque moral $\downarrow \rightarrow$ prêts $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$



Chapitre II : Les faits stylisés de la Politique monétaire en Afrique

La politique monétaire en Afrique s'effectue dans un contexte particulier : faiblesse de la monnaie scripturale, absence de marché financier organisé et diversifié. De plus, l'inflation ne constitue pas un problème majeur dans la majorité des pays. Par conséquent, son rôle demeure secondaire, notamment dans la zone franc où, de manière explicite, on n'entend pas faire de la monnaie un outil de développement mais un élément de régulation contra cyclique. Ce chapitre aborde en premier lieu la politique monétaire et la croissance en Afrique, et en second lieu l'analyse des faits représentatifs de la politique monétaire de la BCEAO.

CODESRIA - BIBLIOTHÈQUE



Section I : Politique monétaire et croissance en Afrique

Au XXI^e siècle, chaque pays de l'Afrique devra disposer de l'environnement macroéconomique adéquat pour être compétitif dans la répartition mondiale de la Production et des marchés. Cette compétitivité sera nécessaire pour réaliser l'objectif à long terme tant désiré de croissance et de développement durables. Jusque-là, la majorité des économies de l'Afrique demeurent faible et moins compétitive par rapport aux économies à croissance rapide, le cas récent de l'Asie de l'Est et, dans une certaine mesure, de celui de l'Amérique Latine en est illustratif. Dans certains cas, cela s'explique par le non-respect des fondamentaux macroéconomiques tandis que dans d'autres cas cela se justifie avant tout par l'incapacité à réaliser ces fondamentaux. Ce second groupe auquel appartient la majeure partie des économies de l'Afrique se trouve dans une situation d'équilibre instable et n'a jamais, au préalable, bâti le cadre macroéconomique souhaité pour la compétitivité, et même dans certains cas où les potentiels pour le faire existaient ; cela n'a pas pu être accompli.

L'attention portée sur la nécessité d'un cadre économique qui renforce la croissance dans les pays de l'Afrique remonte à la crise des années 80 (Stiglitz, 1998). Elle découle d'une rupture d'avec les arguments simplistes de la littérature de développement sur le choix du secteur privé comme moteur du processus de développement. La politique monétaire en Afrique s'effectue dans un contexte particulier marqué par une faiblesse de la monnaie scripturale, absence de marché financière organisé et diversifié. De plus l'inflation ne constitue pas un problème majeur dans la majorité des pays.

Nous entendons porter notre attention sur la situation globale de la politique monétaire en Afrique, la relation entre monnaie et capital et la relation entre l'inflation et la croissance économique.



I/ La situation globale de la politique monétaire en Afrique

La monnaie de par sa propriété d'être acceptée universellement, immédiatement et sans coût, du moins dans une aire géographique donnée (en général un pays), a essentiellement deux fonctions de base : le paiement et le compte.

L'importance relative de la monétarisation s'évalue généralement par le taux de liquidité calculé en rapportant avec la masse monétaire au PIB. Toutefois, ce taux dépend fortement des caractéristiques institutionnelles des différents pays. Par exemple, dans les pays industrialisés, en 1990, il varie fortement d'après les données du FMI entre 47,7% (Suède) et 183,1 % (Japon). A titre de comparaison, ce taux était en 1990 de 53,2% pour la Corée du Sud et 71,5% en Thaïlande. En Afrique, les taux de liquidité se situent, en 1990, dans la fourchette 18-23 % avec quelques exceptions en plus (Cote d'Ivoire, Ethiopie, Kenya, Togo, Zimbabwe) ou en moins (Zaïre). La monétarisation a connu presque partout une certaine croissance, mais le niveau atteint n'est pas directement lié au niveau de développement économique. L'interprétation des données est d'ailleurs rendue difficile par la porosité des frontières : pendant longtemps, par exemple, la masse monétaire togolaise a été gonflée par d'importants dépôts de résidents béninois, nigériens et ghanéens. De plus, certains pays ont connu une évolution régressive, notamment les pays à forte inflation, comme le Zaïre ou le Nigeria.

De nos jours la plupart des analyses partent de l'idée que les déterminants de la demande de monnaie dans les économies africaines se réduisent pratiquement au revenu. Les vérifications économétriques tentées par la Banque des Etats de l'Afrique centrale (BEAC) qui mettent en relation la masse monétaire (M1 et M2) avec le PIB, le taux d'intérêt et le taux d'inflation ne mettent en évidence qu'une relation avec le PIB, pris comme approximation de la richesse nationale (J. Mathis, 1992). Les modèles de la demande de monnaie retenus dans les modèles à effet fixe de ALBERT ONDO OSSA³ révèlent qu'il est possible de rendre compte des évolutions de l'agrégat monétaire (M1 ou M2) à partir du PIB nominal.

³ ALBERT ONDO OSSA "demande de monnaie dans les pays de la zone franc africaine". Economie et gestion- vol.3, n 1 jan-juin 2002, pp 3-31.



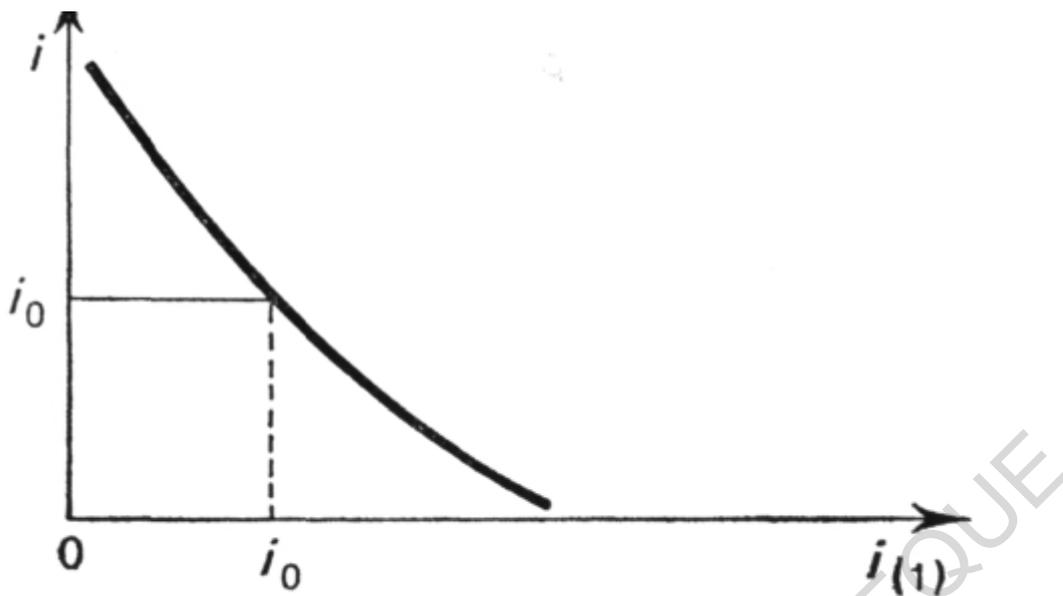
Même si globalement ce constat reste vrai, une analyse plus fine met en lumière l'existence de comportements plus complexes, où l'arbitrage entre différents types d'actifs, monétaires financiers ou réels, joue un certain rôle, notamment l'arbitrage avec des actifs réels (terrains, bétail) ou actifs détenus en monnaies étrangères (ce qui fait intervenir les taux de change officiels ou parallèles des monnaies des pays partenaires) (O.S. Mamadou, 1992). Dans la zone franc, comme on devait s'y attendre, la différence des taux d'intérêt entre la France et les pays africains est à l'origine de mouvements de capitaux. Cette différence est fondamentale entre les taux pratiques par les instituts d'émission des pays de la Banque des Etats de l'Afrique de l'Ouest (B.E.A.O.) et de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique Centrale.

(B.C.E.A.C.) et les taux pratiques par la Banque de France, le taux de réescompte courant pratiqué par la Banque de France et qui a beaucoup varié au cours de ces années était plus élevé et atteignait parfois un taux de 11 % alors que les taux pratiqués par les instituts d'émission situés en Afrique étaient plus bas, leur valeur courante était de l'ordre de 6 %.

Les taux d'intérêt pratiqués dans les pays africains membres de la zone franc, étant plus bas, tout laisserait supposer qu'une telle situation devrait favoriser les investissements : en effet en se référant à la théorie classique, plus le taux d'intérêt est bas, plus la demande d'investissement est élevée ; en d'autres termes, l'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt ; en appelant I l'investissement ; i le taux d'intérêt on peut écrire :

$$I = I(i) \text{ avec } \frac{dI}{di} = I'(i) < 0$$

Ce qui implique que la dérivée première de $I = I(i)$ est négative pour traduire la décroissance de cet investissement et du taux d'intérêt. Graphiquement cette évolution divergente de l'investissement et du taux de l'intérêt est présentée de la façon ci-après :



On constate effectivement des fuites de capitaux importantes, mais elles correspondent à des motifs très divers : craintes du non-respect du secret bancaire, évasion fiscale, différence de rémunération ou désir d'acquisition de produits financiers inexistant dans la zone, achats de biens et services non fournis dans la zone. Les tests économétriques montrent en général que la part des transferts due au seul différentiel de rémunération est d'ampleur très limitée, alors que la transférabilité totale aurait conduit à envisager des mouvements de grande ampleur.

Dans la plupart des approches simplifiées, on considère que l'offre de monnaie est le résultat d'une décision autonome des autorités monétaires. Cette approche n'est pas pertinente pour la grande majorité des pays africains. Dans de nombreux cas, et notamment dans la zone franc, des pays cherchent à maintenir une parité fixe pour leur taux de change. Dans ce cas, la contrepartie en monnaie nationale de la variation des réserves de change peut entraîner de fortes variations de la masse monétaire. La possibilité pour les autorités monétaires de mener une politique de stérilisation désigne l'ensemble des mesures prises par la banque centrale afin de limiter les conséquences de la masse monétaire suite à ses interventions sur le marché des changes qui ; mesures qui restent limitées, dans la mesure où elles ne contrôlent non plus le financement monétaire du déficit public. Ce devrait donc être le crédit au secteur privé qui varie en fonction inverse des réserves de change. Comme ceci risquerait de créer une forte instabilité de l'offre de monnaie, les autorités monétaires, en général, laissent fluctuer aussi cette dernière contrepartie de la masse monétaire. Traditionnellement, les plafonds de



réescompte étaient fixés tellement largement que la demande de crédit restait inférieure aux plafonds.

II) Monnaie et Capital : la répression financière

Le rôle de la monnaie comme facteur de croissance économique a fait l'objet d'approches très opposées. Dans l'approche néo-classique, un excès d'émission monétaire se traduit nécessairement par une croissance des prix nominaux, les prix relatifs restant inchangés. L'approche Keynésienne est, quant à elle, fondée sur l'idée que la préférence pour la liquidité, qui conduit les agents économiques à détenir de la monnaie plutôt qu'à investir, est une cause de stagnation. C'est pourquoi J. M. Keynes avait repris à son compte les idées de S. Gesell sur la monnaie « fondante » : chaque mois, les billets devraient être validés, leurs détenteurs s'acquittant à cette occasion d'une taxe modérée. La même idée de base est à l'œuvre dans l'approche de J. Tobin (1965), qui introduit la monnaie dans un modèle de type Harrod-Domar. Si les épargnants détiennent un portefeuille composé à la fois de monnaie et de capital, toute détention de monnaie réduit l'investissement et le revenu. Comme le note M. Fry (1988), ces conceptions sont fondées sur une vision de la monnaie qui relève plutôt de la monnaie marchandise que de la monnaie moderne, liée au crédit. C'est donc sur d'autres bases qu'il faut analyser l'antagonisme, ou la complémentarité, entre la détention d'actifs monétaires et physiques. Comme on le sait, l'analyse en ce domaine, pour les pays en développement, a été renouvelée voici une vingtaine d'années grâce aux travaux d'E. Shaw (1973) et R. Mackinnon (1973). Tous les deux fondent leur analyse sur une critique des politiques de fixation des taux d'intérêts à faible niveau, politiques qu'ils désignent sous le nom de « répression financière ».

Les deux auteurs sont persuadés que de nombreux états des pays en voie de développement font peser des contraintes tellement fortes sur la sphère financière que celle-ci est incapable de se développer. Ces contraintes prennent, selon eux, deux formes principales :

-la fixation des taux d'intérêt nominaux au dessous du niveau qui permettait d'équilibrer l'offre et la demande de fonds prêtables ;



-L'obligation de constituer des réserves obligatoires non rémunérées auprès de la banque centrale.

Les conséquences négatives de la répression financière sont nombreuses et une telle politique confinerait inévitablement les pays qui la pratiquent dans les ornières du sous-développement. Ce que s'efforce de démontrer McKinnon et Shaw, c'est que la répression financière conduit les agents domestiques à détenir des actifs improductifs ou des actifs non monétaires plutôt que des dépôts bancaires. Ce faisant, les banques ne parviennent pas à collecter les ressources nécessaires à la satisfaction de la demande de crédits qui s'adresse à elles. L'offre de fonds prêtables est alors insuffisante ce qui est néfaste à l'investissement. En outre, si les autorités gouvernementales fixent les taux d'intérêt en dessous de leur valeur d'équilibre pour orienter les fonds vers tel ou tel secteur de l'économie, il s'en suit une mauvaise allocation des ressources : des investissements peu productifs sont financés alors que des investissements très productifs ne trouvent pas les fonds nécessaires à leur réalisation.

E. Shaw et R. Mackinnon attirent encore l'attention sur d'autres conséquences de la fixation du taux d'intérêt à un niveau d'équilibre :

- Il existe un risque de favoriser le financement des projets les plus lourds, les plus intensifs en capital, dans la mesure où la faiblesse du coût (en termes de taux d'intérêt) constitue une sorte de subvention à ce genre de projets.
- Le financement à bon marché du déficit budgétaire favorise le laxisme en matière de dépenses publiques. On a ainsi la tendance de voir croître le financement monétaire du déficit public, avec pour conséquence une augmentation du taux d'inflation, et donc une réduction du taux d'intérêt réel, ce qui approfondit la situation de répression financière.
- La faiblesse du taux d'intérêt décourage l'épargne dans le pays, et encourage les fuites de capitaux et la dépréciation de la monnaie nationale. L'approche Shaw-Mackinnon s'oppose donc nettement aux conceptions antérieures qui voulaient augmenter l'investissement en réduisant le taux d'intérêt : la réduction de l'épargne empêche la croissance de l'investissement, tout en réduisant la qualité (J. Polak, 1989).
- Le dualisme financier entre secteur officiel et secteur informel, risque de se renforcer, puisque les investisseurs qui ne peuvent trouver un financement adéquat dans le secteur



formel chercheront un financement dans le secteur informel, qui sera accordé à un taux d'intérêt d'équilibre au niveau de ce secteur, bien supérieur au niveau administré dans le secteur officiel.

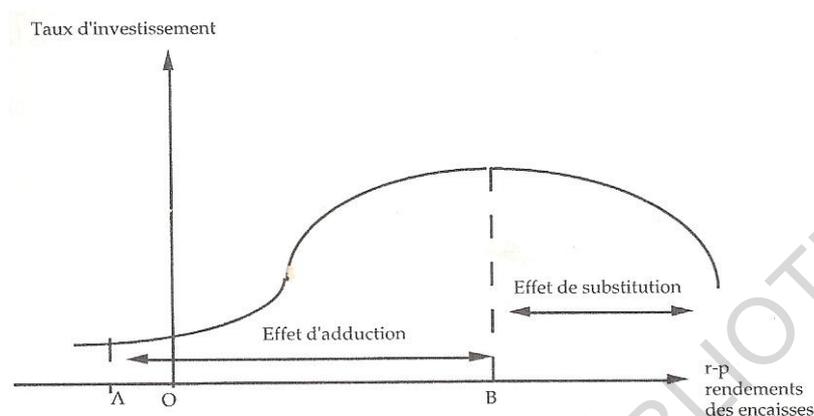
Si les deux auteurs s'accordent en ce qui concerne l'analyse des distorsions introduites par la répression financière (réduction de l'épargne, réalisation d'investissements à faibles rendements, choix de projets relativement intensifs en capital), la vision qu'ils ont du système financier diffère.

- Pour E. Shaw, il existe un marché financier et, par conséquent, il y a substituabilité entre actifs réels et actifs financiers (hypothèse néo-classique), l'arbitrage se faisant en fonction du seul taux d'intérêt. S'il est faible, l'offre de fonds prêtables est découragée et il y aura peu d'actifs financiers rapportés au PIB et ajustement de l'investissement au niveau inférieur de l'épargne. Tant qu'une telle politique prévaut, « les coûts tant en inefficacité qu'en corruption sont élevés »⁴. En revanche, une hausse du taux d'intérêt provoquerait la montée des intermédiations et des innovations financières, et redéploierait les ressources et accroissant l'investissement et son efficacité.
- Pour R. McKinnon, dans les pays en développement, en raison du faible niveau de l'intermédiation financière et parce que les banques se cantonnent souvent dans les crédits à court terme, l'autofinancement est la source principale de l'investissement privé. Cela signifie qu'il n'y a pas de dissociation claire entre épargne et investissement. Pour parvenir à créer un véritable marché financier, il faut que les autorités monétaires augmentent le rendement des encaisses monétaires en fixant le taux d'intérêt r , donc la rémunération des dépôts, à un niveau supérieur au taux d'inflation p^* anticipé et résultant de la croissance de la masse monétaire. Le rendement des encaisses ($r-p^*$) devenant positif, il provoque un processus de monétarisation favorable à l'investissement : les agents préfèrent détenir leur épargne en monnaie plutôt qu'en nature, car le risque de dépréciation par l'inflation est désormais couvert.

⁴ E. Shaw, 1973, p. 13.



Le schéma de développement est le suivant : des encaisses préalables à l'autofinancement sont accumulées ; avec la croissance des encaisses, l'investissement augmente : c'est l'effet d'adduction entre la monnaie et l'investissement. Au-delà d'un certain seuil de rendement (B sur le graphique), l'effet de substitution se déclenche entre actifs réels et actifs financiers, selon les règles normales de l'arbitrage. Dans le même temps, l'offre de fonds prêtables s'étant accrue, le marché des capitaux peut se développer par dissociation entre épargne et investissement.



GRAPHIQUE DE L'EFFET D'ADDUCTION ET DE L'EFFET DE SUBSTITUTION

Ces thèses ont été illustrées, en ce qui concerne l'Afrique, par J. Tchundjang – Pouemi (1980), qui dénonce les « techniques d'auto-répression » mises en œuvre par les gouvernements africains, et notamment l'importance de l'autofinancement qui pénalise les systèmes financiers, les taux d'intérêts négatifs pour la rémunération de l'épargne dans le système formel⁵, le contrôle des prix et l'absence de système bancaire formel autochtone. Effectivement, la plupart des hypothèses qui fondent la thèse de la répression financière se retrouvent dans les pays d'Afrique, et notamment l'importance de l'autofinancement des entreprises (considérable dans le secteur moderne, presque total dans le secteur informel). Beaucoup d'enquêtes sur l'épargne en Afrique montrent que l'épargne se constitue principalement en vue d'un investissement (logement, petite entreprise) (C. Arditi, J.-M. Yung, 1983 ; et Gourvez, 1983), mais qu'une motivation forte d'une éventuelle épargne dans le secteur financier formel serait l'obtention d'un prêt après un certain délai. En revanche, il existe une spécificité par rapport au schéma théorique présenté ci-dessus en ce que de nombreuses entreprises, et particulièrement les entreprises parapubliques, ont souvent

⁵ Ce qui est le cas de quatorze pays africains de l'échantillon sélectionné par Tchundjang-Pouemi en 1978



recours au crédit des organismes extérieurs de financement (avalisé par l'Etat ou répercuté par lui), qui pratiquent un crédit à très faible taux d'intérêt. Cela place évidemment les banques de développement locales dans une situation difficile. Du point de vue macro-économique, la conséquence en est une réduction artificielle du coût du capital, et donc un biais en faveur des techniques capitalistiques au détriment de l'emploi.

III) La relation entre l'inflation et la croissance

Les approches qui précèdent se situent dans un cadre essentiellement statique, et sans porter grande attention aux problèmes d'inflation. Sous un angle plus dynamique, il faut introduire la relation entre investissement et croissance de la production. Si le financement de l'investissement se fait par création monétaire et non sur l'épargne interne, il existe un risque d'excès de monnaie, qui se traduirait par de l'inflation. Inversement, préserver la valeur de la monnaie peut difficilement être en soi considéré comme quelque chose de positif, si cela ne se traduit pas par des bienfaits en terme de développement. Il convient donc de préciser l'analyse, pour cerner les limites entre lesquelles il peut exister un arbitrage entre croissance et inflation. En effet, croissance et inflation peuvent être liées, par exemple, parce que l'Etat finance ses investissements par création monétaire, ou, en sens inverse, parce que la réduction des salaires réels en cas d'inflation modifie la répartition des revenus en faveur des profits et de l'investissement.

L'étude de la relation inflation et croissance abordera croissance, déficit public et inflation, et en deuxième lieu la situation Africaine.



III.1) Croissance, déficit public et inflation

Le modèle de base en ce domaine est dû à R. Mundell (1965) qui étudie les conséquences d'un financement monétaire de l'investissement. Le modèle présenté ici est un peu plus large, considérant d'abord la totalité du déficit public (L. Taylor, 1979). Si la base monétaire B croît en raison d'un déficit public total G (avec P : niveau des prix), on a :

$$\mathbf{dB/dt = P.G} \quad (1)$$

Si M est la masse monétaire, avec un multiplicateur monétaire m , on a :

$M = mB$, et le taux de croissance de la masse monétaire M' peut alors s'écrire :

$$\mathbf{M' = dM/dt. 1/M = m P.G / M} \quad (2)$$

En utilisant la loi quantitative de la monnaie (où v est la vitesse de circulation de la monnaie, et Y le PIB en volume) : $Mv = PY$

En notant y le niveau du déficit public par rapport au PIB $y = G/Y$, l'équation (2) peut se réécrire :

$$\mathbf{M' = m\beta v} \quad (3)$$

Si l'on suppose que la demande de monnaie est une fonction du taux d'inflation, parce que plus ce taux augmente plus les agents économiques chercheront à remplacer la monnaie par d'autres actifs, on peut écrire, en notant v_0 la vitesse de circulation de la monnaie sans inflation : $v = v_0 n + P'$ (4)

v_0 est généralement considéré comme variant entre 2 et 3, et n entre 5 et 10.

Si l'on se place dans une situation où l'inflation P est stabilisée, on peut écrire :

$$\mathbf{P' = M' - Y' = \frac{1}{1 - m y n} (m y v_0 - Y')} \quad (5)$$



En supposant que seuls les entrepreneurs épargnent (une partie s de leurs profits) et qu'une partie k du déficit public est investie, on pourra écrire l'investissement en volume I de la manière suivante (w est le taux de salaire et L la quantité de main-d'œuvre utilisée) :

$$PI = s (P Y - w L) + k P G \quad (6)$$

Avec une fonction de production à facteurs complémentaires, on aura :

$$Y = a K \text{ soit } Y' = K' = I/K = I a / Y \text{ et } L = b Y \quad (7)$$

D'où (en notant q le salaire réel $q = w / P$)

$$Y' = s a (1 - q b) + k a y \quad (8)$$

En reportant dans l'équation (5), on a alors :

$$P' = 1 / 1 - m y n. (m y v_0 - a (s + y k) + s a b q) \quad (9)$$

R. Mundell (1965) se place dans le cas particulier où il n'y a pas d'épargne privée et où seul l'Etat investit. L'équation (9) se simplifie alors et s'écrit :

$$P' = (m v_0 - a k) y / 1 - m n y \quad (10)$$

Le numérateur est positif tant que l'on considère des valeurs réalistes pour les coefficients (notamment parce que a est inférieur à 1). Le produit $m n$ devrait prendre une valeur proche de 10, et le taux d'inflation tendrait donc vers l'infini dès que y approche de 0,1 (les valeurs ultérieures de y donnent des valeurs négatives de P' dépourvues de signification économique). Des valeurs de y assez faibles donnent déjà des taux d'inflation très élevés. C'est le fondement de l'opposition de Mundell au financement monétaire de l'investissement public.

N. Georgescu – Roegen (1970) a considéré une variante dans laquelle les salariés ne sont pas en mesure de maintenir leur salaire réel. E. Cardoso (cité dans L. Taylor, 1979) a affiné cette optique en écrivant le taux de croissance du taux de salaire w comme la somme d'une fraction du taux d'inflation et d'un élément qui retrace la négociation entre salariés et entrepreneurs, ces derniers fixant une valeur maximale u à la part des salariés dans le produit national (celle-ci est égale $w L / P Y$, soit aussi $q b$) :

$$W' = 1 P' + B (u - b q)$$



Où B est un coefficient qui traduit le pouvoir de négociation des salariés. On peut alors écrire : $q' = (1-1) P' + B (u - b q)$ (11)

Soit encore, si q ne varie pas :

$$P' = B / 1 - 1 (u - b q) \quad (12)$$

Et l'on obtient ainsi deux relations entre q et P' : les équations (9) et (12). Ces deux équations permettent de définir un équilibre stable (si $B < 1$) avec des valeurs q et P' . Dans ces conditions, le financement monétaire de l'investissement public aura pour conséquence une croissance du taux d'inflation, mais celle-ci sera d'autant plus réduite que la répression salariale sera forte. La réduction du taux d'inflation passe alors par une augmentation de l'inégalité des revenus.

III.3) La situation africaine

La relation existante, pour un échantillon de vingt pays africains, entre croissance et inflation, au cours de deux périodes (1965-1980 et 1980-1990) a été testée économétriquement. Contrairement aux conclusions de l'approche théorique qui viennent d'être présentées, il existe, dans ces deux périodes, une relation inverse entre les deux taux. Il semblerait donc qu'un taux de croissance supérieur permettrait de réduire l'inflation. Toutefois, cette relation est très faible et, statistiquement, peu significative : on ne peut donc la tenir pour avérée. Cela indique plutôt une relative indépendance entre les deux taux qui tiendrait à minimiser les conséquences de la politique monétaire sur les prix. Ceux-ci seraient plutôt déterminés par les prix mondiaux et les taux de change, les pays africains pouvant être considérés comme le « petit pays » au niveau de l'économie mondiale, et voyant donc s'imposer à eux le système des prix internationaux. Cette analyse semble également pertinente pour les pays de la zone franc, à ceci près que, la création monétaire étant limitée, les taux d'inflation sont compris dans une fourchette assez étroite. Cependant, de petites économies ouvertes avec une parité fixe par rapport à la monnaie de leur principal partenaire commercial devraient, en théorie, connaître des taux d'inflation identiques, ce qui n'est pas précisément ce qui est observé. Dans la période 1965-80, les taux d'inflation dans les pays africains de la zone franc varient dans une fourchette de 6,3 à 9,4 % (0,5 à 6,7 % pour la période suivante) ; ce qui montre que tous ne suivent pas la règle du jeu de la création monétaire en système de taux de change fixe, et que les différences de politique monétaire ont alors un impact sur les



prix. En revanche, la relation taux de croissance/taux d'inflation est particulièrement peu significative dans la zone franc. L'Afrique se distingue des autres pays en développement, et notamment de l'Amérique latine, par un faible niveau moyen d'inflation. Dans la zone franc, cela se comprend par l'ensemble des entraves qui sont mises à la création monétaire, notamment au financement du déficit public. Le passage à des situations d'hyperinflation proprement dite en dehors de la zone franc est généralement lié à des troubles politiques profonds (comme en Ouganda, en Somalie ou au Zaïre récemment) ou à des politiques très laxistes (Ghana et Tanzanie au début de la décennie 1980). Cela est dû notamment au fait que les mécanismes qui, ailleurs, donnent à l'inflation un caractère inertiel ne jouent guère en Afrique. L'absence ou la suppression de fait de toute indexation des salaires ou des actifs a joué un rôle important dans la réduction des salaires réels sur la dernière décennie. De même, la rigidité de l'offre agricole vivrière ne joue pratiquement qu'un rôle conjoncturel, étant donnée l'importance relative de l'alimentation importée et de l'aide alimentaire.

CODESRIA - BIBLIOTHÈQUE



Section II : La politique monétaire de la BCEAO

La Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) des Etats membres de l'Union Monétaire sur l'ensemble des Etats membres de l'Union Monétaire Ouest Africaine a également pour mission de gérer la politique monétaire des Etats membres de l'Union. Cette politique monétaire vise à ajuster la liquidité globale de l'économie en fonction de l'évolution de la conjoncture économique, pour assurer une stabilité des prix et promouvoir la croissance économique.

Dans cette section nous allons parler de l'évolution de la politique monétaire et les objectifs instruments de la politique monétaire.

I/ Evolution de la politique monétaire

La mise en œuvre de la politique monétaire définie par le conseil des ministres de l'UMOA est au cœur des activités de la BCEAO. Au cours de ses trente années d'existence, des réformes importantes sont intervenues dans l'orientation de cette politique. En matière monétaire les objectifs qui sont assignés à la BCEAO sont d'assurer dans le contexte de liberté totale des transferts à l'intérieur de la zone franc, la stabilité des prix et de la valeur de la monnaie commune ainsi que le financement des économies des pays membres.

A l'approche micro-économique, fondée sur le régime de détermination d'un plafond de réescompte par banque ainsi que des limites individuelles de refinancement à court terme et des autorisations de réescompte à moyen terme pour chaque entreprise, s'est substituée une démarche macro-économique à partir de 1975.

La réforme des règles d'intervention de la Banque Centrale et des règles de distribution du crédit a essentiellement recherché une participation accrue de l'institut d'émission au financement du développement et une orientation sectorielle des crédits bancaires.

A partir de 1989, des mécanismes plus flexibles de régulation monétaire ont été mise en place, avec l'abandon de la politique sélective du crédit associant le relâchement des contraintes



administratives à un renforcement de la surveillance bancaire, dans le cadre d'une libéralisation graduelle du marché du crédit. Cette réforme tient compte des contraintes spécifiques des pays de l'Union, notamment leur forte ouverture sur l'extérieur et la fragilité de leurs structures économiques et financières.

Cette orientation s'accompagne de l'adoption de dispositions pour assurer une mobilisation accrue de l'épargne intérieure, une diversification et un approfondissement du système financier en vue d'une meilleure allocation des ressources au financement du secteur productif et de l'investissement.

Le nouveau dispositif dont l'application graduelle a commencé le 02 Octobre 1989 et repose sur trois principes fondamentaux :

- La rédaction du rôle de la monnaie centrale au profit d'une mobilisation accrue de l'épargne intérieure.
- La mise en harmonie des règles de gestion monétaire avec l'organisation de l'activité économique et l'environnement international.
- La mise en place de mécanismes flexibles de régulation monétaire dans le cadre d'une libéralisation progressive du marché du crédit, associée à un renforcement de l'efficacité de la surveillance bancaire.

Cette dernière préoccupation a conduit à la création de la commission bancaire de l'UMOA, à la révision de la loi bancaire et de réglementation prudentielle. Pour réguler la liquidité globale des économies, la Banque centrale dispose désormais de deux instruments principaux :

→ La nouvelle politique des taux d'intérêt qui repose sur un mécanisme de taux dynamique et flexible, susceptible de renforcer la stabilité monétaire, d'améliorer la collecte des ressources intérieures et de favoriser leur utilisation optimale.

→ Ainsi, avec la suppression du taux d'escompte préférentiel et de tous les régimes particuliers qui en dérivait, la banque centrale dispose de trois taux directeurs :

- Un taux d'escompte (TES) qui constitue le taux de dernier ressort, c'est-à-dire le plus onéreux
- Un taux intermédiaire, le taux de pension



- Un taux d'appel d'offres ou taux du marché monétaire, taux le plus faible et principal taux opérationnel de l'institut d'émission.
- Le système des réserves obligatoires, qui répond à la nouvelle orientation de la politique monétaire axée désormais sur le contrôle indirect de la liquidité. Cet instrument est appelé à jouer un rôle principal de régulation monétaire de l'UMOA au cours des prochaines années.

Par ailleurs, la Banque centrale continue de déterminer chaque année le montant global des concours qu'elle peut consentir à chaque état, en tenant compte de l'évolution de la production, des prix, de la situation monétaire et de la balance des paiements ainsi que de l'objectif d'avoirs extérieurs minimums fixé par le conseil des ministres pour chaque Etat et pour l'Union prise dans son ensemble. Dans ce cadre, l'ensemble des concours de l'Institut d'émission, aussi bien à l'Etat qu'au système bancaire y compris les crédits de campagne jadis non encadrés, est désormais soumis à un plafonnement normatif.

L'ensemble des interventions monétaires en faveur du système bancaire est dorénavant assuré sur le marché monétaire rénové, selon un système régional d'adjudications hebdomadaires où le volume des concours et le niveau du taux d'intérêt sont déterminés par le libre jeu de l'offre et de la demande.

La limitation des concours de la Banque centrale ne pouvant à elle-seule permettre une maîtrise satisfaisante du débit monétaire, un contrôle de l'évolution du crédit inférieur et de ses composantes est également exercé, dans le cadre d'un plafond indicatif fixé en termes de fourchette, compte-tenu de leurs effets de transmission sur la situation des paiements extérieurs et des prix intérieurs.

Afin d'amener les banques à exercer pleinement leurs responsabilités en ce qui concerne l'appréciation et la surveillance de la qualité de leurs emplois, dans le respect des règles d'orthodoxie financière, le régime des autorisations préalables de la Banque Centrale auquel étaient soumis les crédits bancaires à partir d'un certain seuil, a été supprimé. Un système d'accords de classement délivrés a posteriori et fondés uniquement sur des critères financiers a été instauré. D'un autre côté, des incitations, notamment fiscales et financières, ainsi que la mise en place de structures d'appui sont désormais recherchées dans chaque état pour favoriser l'orientation des concours bancaires vers des secteurs jugés prioritaires, en lieu et place de l'imposition de coefficients sectoriels de financement. De même, les conditions de



banque ont été considérablement simplifiées et libéralisées. S'agissant des conditions débitrices, seul est fixé un taux plafond, celui de l'usure, qui concerne toutes les catégories de crédit. Quant aux conditions créditrices, seule la rémunération de la petite épargne fait l'objet d'une réglementation.

L'objectif visé par la réglementation est de favoriser les placements les plus longs et de consolider l'épargne. L'analyse de l'évolution des taux d'intérêt fait ressortir que ces derniers, restés inchangés de 1963 à 1973, ont été ajustés aussi souvent que nécessaire depuis 1975. En particulier, leur niveau a été sensiblement relevé à compter de 1989, offrant ainsi une rémunération attrayante pour l'épargne. Des efforts sont en outre menés pour une meilleure mobilisation de l'épargne du secteur informel. A cet égard, l'accent est mis sur la promotion des Institutions financières mutualistes et coopératives.

Le Marché Monétaire de l'UMOA

Dans le cadre du maintien et du recyclage des ressources à l'intérieur de l'Union, un marché monétaire a été institué depuis 1975. De profonds aménagements ont été apportés en Octobre 1993 à l'organisation et au fonctionnement de ce marché, en vue de renforcer l'efficacité de la politique des taux d'intérêt et d'instaurer une plus grande concurrence entre les participants pour l'accès aux ressources monétaires. La réforme a été conçue de manière à faire du marché monétaire un lieu privilégié de recyclage des trésoreries bancaires et de gestion des interventions de l'Institut d'émission.

Les opérations sur le marché monétaire rénové sont exclusivement réalisées selon une procédure d'adjudications périodiques, organisées au niveau communautaire par l'Institut d'Emission. A l'origine, les adjudications, organisées « à la française », portaient de façon concomitante sur les offres de placements et les demandes d'avances, assorties de propositions de taux d'intérêt, dont la confrontation dégage un taux d'équilibre auquel sont exécutées les soumissions retenues.

En vue de son approfondissement et de sa modernisation, de nouveaux aménagements ont été apportés au fonctionnement et à l'organisation du marché monétaire, depuis le 1^{er} Juillet 1996. Ils portent notamment sur l'abandon des adjudications mixtes et la mise en place d'une



procédure d'open-market, en vue de renforcer l'efficacité de la politique des taux d'intérêt de la BCEAO. Par ailleurs, afin d'inciter les intervenants à proposer des taux d'intérêt reflétant la situation réelle des marchés, les enchères régionales sont désormais organisées selon le principe de l'adjudication à la hollandaise suivant lequel les taux proposés par chaque intervenant lui sont effectivement appliqués sur les soumissions retenues.

Par ailleurs, dans le cadre de la diversification des supports du marché monétaire de l'Union et en vue de permettre l'émergence d'un marché des titres et la constitution d'un vaste gisement de titres nécessaires à la mise en œuvre de la politique d'open-market, les instances de l'Union ont adopté, depuis le 1^{er} Juillet 1996, des cadres réglementaires relatifs à l'émission de bons du Trésor, de bons de la Banque centrale et d'autres titres de créances négociables. En outre, en vue d'encourager les flux financiers vers l'Union, les commissions perçues sur les transferts des banques ont été supprimées. Par ailleurs, il convient de souligner le maintien de la réglementation des avoirs extérieurs des banques, dont la constitution est limitée aux besoins de leurs opérations courantes extérieures.

I.2/ La nouvelle réforme de la BCEAO

Prenant en compte les modifications intervenues dans les conditions d'exercices de l'activité des banques centrales dans le monde et les mutations de l'environnement régional et international, la réforme vise à adapter l'architecture institutionnelle de la BCEAO et de l'UMOA aux évolutions intervenues dans les missions des banques centrales. Elle a également pour objectif de renforcer l'efficacité de la politique monétaire créant ainsi les conditions d'un meilleur financement des économies de l'Union. Elle clarifie l'objectif de la politique monétaire menée par la banque centrale. Désormais tout comme la plupart des banques centrales modernes, la BCEAO poursuit prioritairement un objectif de stabilité des prix au sein de l'UMOA. Sous réserve du respect de cet objectif, la Banque centrale apporte son soutien aux politiques économiques de l'Union, en vue d'une croissance saine et durable. La réforme consolide l'indépendance de la BCEAO et lui donne les moyens de renforcer sa crédibilité et l'efficacité de son action. Ainsi, la définition de la politique monétaire revient désormais à un organe interne de la Banque Centrale, le Comité de politique monétaire, et non à une instance politique comme auparavant. L'indépendance des organes de la Banque Centrale met à sa charge de nouvelles obligations, notamment en matière de compte rendu aux autorités, de transparence vis-à-vis du marché et d'information du public. Dans cette



perspective la Banque Centrale devra désormais communiquer clairement sur ses décisions et rendre compte au public, aux acteurs du système financier et aux états des résultats de son action. L'objectif est de faire comprendre aux agents économiques, la cohérence des décisions prises, afin de leur permettre de former leurs propres anticipations et prévisions, de la façon la plus rationnelle possible. La réforme consacre également une meilleure répartition des rôles et responsabilités entre les différents organes de l'UMOA et de la BCEAO :

- La conférence des chefs d'Etat et de gouvernement qui définit les grandes orientations de la politique de l'UEMOA.
- Le conseil des ministres qui assure le suivi de la mise en œuvre des orientations et décisions de la conférence des chefs d'Etat et de gouvernement ainsi que la définition de l'environnement réglementaire de l'activité du système bancaire et financier de la politique de change de l'UMOA.
- Le comité de change qui sert d'assistant au conseil des ministres
- Le comité de politique monétaire (CPM) organe nouvellement créé, avec pour attribution la formulation de la politique monétaire.
- Le gouverneur met en œuvre en tant qu'organe la politique monétaire et assure la direction de la BCEAO.
- Le conseil d'administration, dans sa nouvelle formule, a en charge les questions relatives à la gestion de l'institut d'émission en tant qu'entreprise.
- Le Comité d'Audit assiste le conseil d'administration.
- Le conseil national du crédit remplace le comité national du crédit dans chaque Etat, c'est une des innovations importantes à souligner. Ce conseil est un organe consultatif dans lequel les principales associations ou groupements socioprofessionnels font leur entrée. Il émet des avis et recommandations sur les conditions de fonctionnement du système bancaire, ce qui va permettre une meilleure prise en compte des préoccupations des opérateurs économiques, dans la formulation et la mise en œuvre de la politique monétaire.



II/ Les objectifs et instruments de la politique monétaire

Le dispositif de gestion de la monnaie et du crédit dans l'Union Monétaire Ouest Africaine est basé sur des mécanismes indirects de régulation de la liquidité privilégiant les procédures et instruments de marché.

Le présent document rappelle les objectifs assignés à la politique monétaire et expose les instruments qui en constituent les moyens d'action.

I – Objectif de la politique et du crédit.

L'objectif final de toute politique monétaire demeure la maîtrise de l'inflation propre à favoriser une stabilité de la valeur interne et externe de la monnaie. La recherche de cet objectif répond au souci de créer les conditions d'une croissance économique durable, permettant de concilier les autres préoccupations de la politique monétaire, à savoir le plein emploi et l'équilibre extérieur. Des divergences existent cependant quant au choix des indicateurs politiques monétaires devant servir d'objectifs intermédiaires ; ceux-ci doivent avoir deux caractéristiques à savoir, être reliés de manière stable à l'objectif final et être contrôlables par les autorités monétaires. Les variables choisies à cette fin sont généralement des agrégats de monnaie et de crédit. En raison de la mondialisation accrue des marchés financiers et du développement des innovations financières, la relation entre les agrégats monétaires et le revenu est devenue moins stable, donc plus difficile à prévoir.

Face à cette situation, les réponses des banques centrales ont reflété les spécificités propres à chaque pays. Certains pays ont procédé, soit à un élargissement des fourchettes de variation ou du contenu de l'agrégat, soit à un changement de l'agrégat de référence. D'autres ont privilégié des variables de crédit comme objectifs intermédiaires. C'est le cas de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) qui a mis en place un système d'ajustement de la liquidité de l'économie, tendant à influencer sur l'expansion des crédits, en fonction de l'évolution de la conjoncture économique.

Au regard de l'objectif ultime de sauvegarde de la valeur interne et externe de la monnaie, la politique monétaire de l'UMOA vise essentiellement à assurer un meilleur contrôle de la liquidité globale de l'économie et à promouvoir la mobilisation de l'épargne ainsi que son allocation optimale à l'intérieur de l'union. Ce faisant, il en résulte un financement sain et



adéquat des économies sans pression excessive sur la monnaie centrale qui doit conserver son caractère de ressources d'appoint.

II/ Instruments de politique de la monnaie et du crédit

2.1 – Ajustement de la liquidité globale de l'économie

Institué depuis 1975, le programme monétaire a conservé sa philosophie de base, à savoir ajuster la liquidité de l'économie en fonction de l'évolution attendue des agrégats réels (PIB, prix, finances publiques, balance des paiements) et des objectifs d'avoirs extérieurs fixés par Conseil des Ministres de l'UMOA. L'approche est fondée sur l'idée que la Balance Centrale peut influencer l'évolution des crédits bancaires en ajustant le niveau de ses propres contours à l'Etat et à l'Economie. Autrefois instrument normatif d'appui à la politique d'encadrement de crédit, le programme monétaire constitue aujourd'hui un cadre privilégié de détermination des objectifs intermédiaires indicatifs pour la plupart et de suivi de la mise en œuvre de la politique monétaire.

Les principaux instruments de politique monétaire de la BCEAO sont les suivants :

- La politique des taux d'intérêt ;
- Le système des réserves obligatoires.

2.1.1. Politique des taux d'intérêt

Outre son apport dans la mobilisation de l'épargne en vue d'un financement sain des économies, la politique des taux d'intérêt contribue à l'utilisation optimale des ressources financières à l'intérieur des Etats de l'Union. Ainsi, la politique des taux d'intérêt s'appuie sur l'open – market, la promotion du marché interbancaire et la libéralisation des conditions de banque. Elle s'articule autour des taux directeurs de la Banque centrale applicables aux principaux guichets de refinancement à savoir, le **taux d'escompte** pour le guichet de réescompte qui est une procédure d'achat définitif d'effets à douze mois au plus, le **taux de pension** qui est une procédure d'achat temporaire d'effets pour 30 jours au plus et le **taux du marché monétaire** par appel d'offres.



2.1.2. Système des réserves obligatoires

Prévu par les statuts de la Banque Centrale et les Directives de politique Générale de la Monnaie et du crédit issues de la Réforme de 1975, comme instrument destiné à compléter le dispositif de contrôle de la liquidité bancaire, le système des réserves obligatoires est entré en application à compter du 1^{er} Octobre 1993, en substitution de l'encadrement du crédit. Conformément aux dispositions arrêtées, l'assiette et les coefficients de réserves varient en fonction des impératifs de la politique monétaire.

Au démarrage, il a été retenu pour les banques, un système d'assiette mixte, assis sur les dépôts à vue et les crédits à court terme (hors crédits de campagne). Depuis le 16 Avril 2000, les crédits de campagne et les créances brutes des banques sur l'extérieur ont été introduits dans l'assiette. Le choix de l'assiette mixte tient compte de la diversité des situations de liquidité dans les pays de l'Union et procède de la préoccupation de consolider la collecte des dépôts à terme de manière à favoriser la mise en place de crédits à moyen et long termes.

S'agissant des autres établissements assujettis, en l'occurrence les établissements financiers distributeurs de crédit, l'assiette est constituée de l'encours des crédits octroyés, diminués des concours obtenus auprès du système bancaire. Les coefficients de réserves sont fixés de manière différenciée selon les pays en fonction de l'évolution de la conjoncture.

2.2. Contrôle de la qualité du crédit distribué

Le régime des autorisations préalables institué en 1975 a été abandonné en 1989 et remplacé par un système d'accords de classement qui constitue un outil de contrôle a posteriori de la qualité des crédits distribués par le système bancaire. L'institut d'émission laissait aux banques l'entière responsabilité des crédits qu'elles octroient, mais en contrepartie seules les créances bancaires bénéficiant d'un accord de classement peuvent être mobilisées auprès de la banque centrale. Pour ce faire, la Banque Centrale procède à une analyse de la situation financière de l'entreprise bénéficiaire de crédit, selon des critères connus du système bancaire, afin de déterminer la qualité du risque. En vue de préserver la liquidité des établissements de crédit ainsi que la qualité de leur portefeuille, il est fait obligation aux banques de respecter un rapport minimum entre leurs actifs bénéficiant d'un accord de



classement et le total des crédits octroyés. Ce rapport, dit « ratio déstructure du portefeuille » est fixé à 60%.

La politique de la monnaie et du crédit, mise en œuvre depuis octobre 1989, s'est traduite par une responsabilisation accrue des banques dans leurs politiques de distribution du crédit, de mobilisation de l'épargne et de gestion de leurs actifs, en consolidant le rôle d'appoint de la monnaie centrale.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE



Chapitre III : L'impact de la variation des taux d'intérêt directeur de la BCEAO sur la croissance économique dans l'UEMOA

La conduite de la Politique monétaire durant les quarante dernières années, aussi bien dans les pays développés que dans les pays en voie de développement, a connu des mutations profondes, passant d'un système de régulation de type quantitatif (contrôle direct des taux d'intérêt et des agrégats monétaires), à un système indirect de régulation de la monnaie au moyen des taux d'intérêt directeurs. Un rôle primordial est ainsi accordé au taux d'intérêt qui devient l'instrument privilégié de la politique monétaire en particulier depuis l'abandon de l'encadrement du crédit intervenu en Janvier 1994.

Le recours privilégié aux mécanismes de marché (politique d'open-market, interventions sur les guichets permanents de refinancement et la libéralisation des conditions de banques), confère ainsi aux taux d'intérêt directeurs de la BCEAO, une place prépondérante en tant qu'instruments de régulation de la liquidité. En effet, à leurs fonctions rationnelles de loyer de l'argent et d'indicateur du niveau de rémunération de l'épargne, s'ajoute celle de signal envoyé aux opérateurs économiques, concernant les orientations données à la politique monétaire.

Dans la mesure où les taux directeurs sont des outils de régulation indirecte de la liquidité, il convient d'étudier les canaux de transmission de leur impact sur le reste de l'économie notamment sur le taux de croissance économique.

Ce chapitre aborde en premier lieu une revue de la littérature sur la relation entre les taux directeurs et la croissance, et une analyse économétrique en utilisant d'une part un modèle à correction d'erreur et d'autre part, un modèle vectorielle auto-régressif.



I/ Revue de la littérature sur la relation entre les taux d'intérêt directeurs et la croissance économique :

1/ Les mécanismes de transmission de la politique monétaire

La théorie traditionnelle de la transmission par le canal de la monnaie repose sur une substitution inter-temporelle de dépense à la suite d'une variation de taux d'intérêt. Une première limite de cette approche est qu'elle ne rend pas compte de la multiplicité des taux d'intérêt telle qu'on l'observe dans la réalité. Cette multiplicité est mise en avant par les monétaristes, mais aussi par les partisans du canal du crédit en ce qui concerne les taux intermédiaires et par les économistes qui, comme Taylor (1995), soulignent les rôles de la crédibilité et des anticipations dans la transmission du taux court au taux long. La multiplicité des taux d'intérêt de court terme et de long terme sur l'épargne et sur le crédit et les contraintes de liquidité est d'abord une évidence empirique. De nombreux agents sont dans l'incapacité d'emprunter au taux de marché, la rémunération des intermédiaires requiert une marge entre la rémunération des dépôts et le coût du crédit. Les travaux des banques centrales (BRI, 1994 et 1995) ont beaucoup mis l'accent sur la transmission entre taux d'intérêt. Notre premier critère de comparaison de la transmission sera donc la répercussion des variations du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire à l'ensemble des taux d'intérêt : taux d'intérêt de marché selon leur échéance, taux d'intérêt intermédiaires, coût des crédits et rémunération des dépôts. Les élasticités des taux d'intérêt intermédiaires sont particulièrement conditionnées par les pratiques nationales d'indexation des taux d'intérêt intermédiaires aux taux de marchés, et par les modes de concurrence entre les intermédiaires financiers.

Les débats de la politique monétaire montrent une assez grande permanence des questions posées, même si les réponses apportées ont largement bénéficié du renouvellement des méthodes d'analyse depuis le début des années 1960.

Parmi ces débats figurent en bonne place la détermination et la politique des taux d'intérêt, les procédures et l'efficacité de la politique monétaire dans un environnement complètement modifié par l'accélération de l'innovation financière et de l'intégration monétaire.



L'étude des canaux de transmission consiste souvent à mettre en évidence des effets de prix ou de quantités parmi les quantités de flux ou de stocks, etc. dont la paternité exacte, au regard de l'histoire de la pensée économique, est en définitive moins importante que la détermination de leur rôle dans les économies contemporaines. Les voies par lesquelles une décision de politique monétaire affectant le comportement des agents économiques, agit sur la croissance et sur les prix sont multiples : on a les canaux traditionnels de taux d'intérêt, les canaux agissant par le biais des prix d'autres actifs et le canal du crédit. Par mécanisme de transmission de la politique monétaire, on entend l'action conjuguée des différents canaux par lesquels la politique monétaire agit sur la production et les prix, souvent au terme de délais qui sont à la fois longs et variables et qui ne peuvent être entièrement anticipés.

Le canal du taux d'intérêt repose sur les effets d'une variation des taux d'intérêt associée à la politique monétaire sur la demande finale : l'investissement et la consommation. Ainsi, une hausse (baisse) des taux d'intérêt réduit (augmente) les dépenses d'investissement des firmes. En effet, dans l'hypothèse où une partie de l'investissement est financée de manière externe, la variation des taux d'intérêt modifie le coût de ce financement. Le taux d'intérêt exerce une influence sur le choix des firmes entre investissement productif et placements financiers. Les taux d'intérêt élevés peuvent conduire les firmes à placer leurs profits sur les marchés financiers où les rendements des investissements productifs sont aléatoires et à long terme.⁶ Le revenu global est quant à lui affecté via le multiplicateur d'investissement.

De même les taux d'intérêt exercent aussi une influence sur le comportement de consommation des ménages. Ainsi, la hausse des taux d'intérêt peut décourager la consommation en stimulant l'épargne. Il s'agit de l'effet de substitution. Toutefois, pour que ce mécanisme joue pleinement, il est nécessaire que toutes les formes d'instruments de financement (émission de titres sur les marchés, crédit bancaire) soient substituables et que les agents puissent obtenir en toute occasion le volume de financement externe qu'ils souhaitent, sans réserve des limites imposées par les contraintes de solvabilité.

⁶ Au cours des années 1980, ce mécanisme a été mis en avant pour expliquer la financiarisation de l'économie, à savoir l'expansion de la sphère financière au détriment de la sphère productive. Les études empiriques conduisent toutefois à nuancer cette explication. Il apparaît en effet que les entreprises qui ont effectué des placements financiers sont aussi celles qui ont réalisé des investissements productifs.



En outre, la contrainte financière des ménages est elle – même affectée. S'ils ont déjà un niveau élevé de dette. Cette hausse des taux alourdit la charge de la dette et diminue le revenu disponible pour la consommation : c'est l'effet de revenu.

Un autre canal de transmission par les cours des actions agit par le biais des effets de richesse sur la consommation. Ce canal a été mis en évidence par Franco – Modigliani dans son modèle MPS (Cf. Modigliani 1971). Dans le modèle du cycle de vie de Modigliani, les dépenses de consommation sont déterminées par les ressources des consommateurs qui sont constituées du capital humain, du capital matériel et de la richesse financière (patrimoine). Les actions ordinaires sont une composante majeure du patrimoine financier. Lorsque les cours des actions s'élèvent, la valeur de ce patrimoine s'accroît et, par conséquent, les ressources globales des consommateurs pendant l'ensemble de leur vie augmentent, et par conséquent la consommation, c'est l'effet de richesse.

La thèse du « canal crédit » (au sens strict comme au sens large) suggère que la politique monétaire agit sur la demande agrégée non seulement par ses effets directs sur le taux d'intérêt mais aussi parce qu'elle affecte l'offre de crédit bancaire.

Les travaux initiés par Bernarke et Blinder (1988, 1992) aux Etats-unis ont soulevé la question d'une transmission de la politique monétaire spécifique au crédit bancaire. Au canal par les taux d'intérêt et de la monnaie, s'ajouterait un autre canal par le crédit. Ce dernier canal regrouperait les effets spécifiques résultant de la répercussion de la politique monétaire sur le crédit bancaire. Il regroupe aussi bien des effets liés au rationnement d'équilibre du crédit, que d'autres liés à des mécanismes de « propagation financière », résultant du fait qu'un choc sur la politique monétaire peut se répercuter sur la richesse des entreprises et donc sur leur collatéral et leur accès au crédit.

Dans sa version stricte le canal du crédit correspond donc à l'incidence de la politique monétaire sur les conditions d'offre de crédit bancaire, conditions fortement contraignantes pour certains agents économiques. En cas de politique restrictive, à coté de la réaction des agents à la hausse générale des taux d'intérêt sur les marchés (canal de la monnaie), il se manifeste par une modification du comportement des banques qui soit augmentent leur prix, c'est-à-dire la marge entre taux débiteurs sur les crédits et taux de marché, soit rationnent la quantité de crédit. Dans cette version l'augmentation de l'offre de monnaie accroît les dépôts



collectés par les banques (c'est-à-dire leur passif) : elles ont alors l'opportunité de développer leur offre de crédit (c'est-à-dire leur actif).

La politique monétaire affecte la sphère réelle via un canal large lorsqu'elle exerce une influence sur la différence entre le coût du financement interne. Dans cette version, une baisse des taux d'intérêt accroît l'offre de crédits aux agents non financiers par l'augmentation de la richesse nette des emprunteurs potentiels et de leur solvabilité (A. Ka SHYAP, J. Stein, 1993).

Toutes choses égales par ailleurs, une détente monétaire est susceptible d'agir sur la demande agrégée par le canal du crédit, puisque certains agents non financiers (petites entreprises et ménages) pourraient mettre en œuvre des projets de dépenses (investissement ou consommation) qui, faute de commencement, auraient du être reportés.

En somme, le canal de transmission du taux d'intérêt directeur de la Banque centrale est le suivant : une mortification du taux d'intérêt directeur engendre une variation des taux bancaires qui influe sur la demande de biens. La modification du taux directeur entraîne un changement des taux d'intérêt et de rendement des nouveaux emprunts et des placements. Elle pèse aussi sur le taux d'une partie des contrats existants et, en conséquence, sur les flux de revenus et les possibilités de dépenses. La variation du taux d'intérêt directeur induit également un effet de valorisation des actifs financiers. Ces différents enchainements sont eux-mêmes fonction des structures financières de l'économie. En outre, la modification du taux directeur a un impact sur le taux de change (dans les régimes de change flexibles) et par suite, sur les prix relatifs des biens et des actifs selon les devises.

I.2/ L'impact des canaux de transmission dans le cas des pays développés à économie de marché (PDEM) :

Dans l'étude des structures financières et transmission de la politique monétaire du pays, la transmission des variations du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire dépend de plusieurs facteurs dont la concurrence entre institutions financières sur les marchés de dépôts et la perception du risque de crédit par les prêteurs. Le signe de transmission change d'un modèle théorique à l'autre. Il semble que les pays européens sont caractérisés par un impact de taux de marché sur le taux bancaire débiteur compris entre 0 et 1 (Smets, 1995 ; Bellardo et Pollin, 1996). Mais même dans cette fourchette cet impact est plus ou moins rapide et plus ou moins important. Dans le but d'évaluer la nature et l'efficacité des canaux de transmission de



la politique monétaire en France, la Banque de France a effectué des simulations en vue d'évaluer les effets sur la croissance et l'inflation d'une baisse d'un point pendant deux ans des taux directeurs. L'hypothèse sous-jacente d'une parité inchangée du franc vis-à-vis des autres monnaies du « noyau dur » (France, Allemagne, Pays bas, Belgique, Luxembourg, Danemark) du mécanisme de change européen a été faite. Les résultats sont évalués par rapport à une situation où la banque centrale juge le statu quo préférable.

Les situations économétriques ont reposé sur l'hypothèse de base que la baisse a bien été intégrée par le marché, c'est-à-dire qu'elle s'est traduite par un repli des taux d'intérêt de toutes les échéances y compris à long terme. Le surcroît de croissance obtenu par préférence au scénario où les taux directeurs seraient restés au niveau initial est de 0,2 % la première année, de 0,4 % la deuxième, puis diminue régulièrement par la suite. Il est nul à partir de la cinquième année. En revanche l'effet sur les prix est beaucoup plus durable : le surcroît d'inflation, par rapport au scénario de référence est encore de 0,3 % au bout de 6 ans.

Au total, il apparaît que si une baisse des taux d'intérêt est de nature à faciliter la reprise de l'activité elle ne peut, à elle seule, se relancer de manière durable. Ainsi, les effets sur la croissance liés au seuil du taux d'intérêt sont dans l'ensemble limités et transitoires. Par contre, le risque d'aboutir à une inflation persistante du fait d'une détente monétaire inopportune est lui bien réel. Plus généralement pour les pays les plus industrialisés (regroupés au sein du G8), les délais d'action de la politique monétaire ne sont pas sensiblement différents d'un pays à l'autre (S. Gerlach et F. Smets 1995 ; C. Cortet, 1998). Ces délais sont les suivants.

- L'impact d'une variation des taux directeurs sur l'activité est perceptible au bout de six mois et maximal au bout de six à sept trimestres ;
- L'impact sur les prix n'apparaît significatif qu'au bout de dix huit mois à deux ans et atteint son maximum au bout de trois ou quatre ans.

De fait, les différences entre pays portent plus sur l'ampleur de l'ajustement des économies à un choc monétaire que sur la vitesse d'un tel ajustement.

En général, les deux principales limites à l'efficacité de la transmission de la politique monétaire au secteur réel de l'économie sont les références utilisées dans les contrats financiers et la structure des bilans financiers des agents économiques. En effet, lorsque les



crédits aux ménages ou les actifs financiers sont libellés à taux fixes, les modifications des taux débiteurs et créditeurs ne se répercutent sur le revenu des agents qu'à la faveur du renouvellement des actifs et n'exercent donc qu'un impact limité à court terme. De même, la structure spécifique des bilans financiers des agents non financiers limite l'influence de la politique monétaire sur l'activité. En effet, si les ménages ont une capacité de financement plutôt qu'un besoin en financement, les effets de revenu, de richesse et de substitution se compensent : en effet, une hausse des taux d'intérêt accroît l'attractivité de l'épargne (effet de substitution et effet de richesse) mais induit une hausse du revenu disponible des ménages, ce qui exerce un effet stimulant sur la consommation (effet de revenu). B. Mojon (1998) a mis en évidence l'impact de l'hétérogénéité des structures financières sur la transmission des chocs monétaires. Il ressort globalement de cette étude que la politique monétaire est plus efficace dans les pays où les contrats financiers sont libellés à taux d'intérêts variables (par exemple l'Angleterre) que dans les pays comme la France où 85 % des crédits aux ménages sont libellés à taux fixes.

1.3 Le cas des pays en développement

La nécessité de financer la croissance des économies en développement a conduit les décideurs politiques à privilégier des politiques monétaires expansionnistes en Amérique Latine, en Asie et en Afrique au cours des années soixante.

Ainsi, A Chandavarkar (1971) estime que les taux d'intérêts devraient être maintenus à des niveaux bas, de sorte que l'investissement nécessaire au développement puisse être effectué à un coût raisonnable pour les agents économiques.

R. Mckinnon (1973), E. Shaw (1973), M. Fry (1995) exposent pour leur part, la théorie de la repression financière et prônent la libéralisation financière. Ils montrent les effets néfastes du bas niveau des taux d'intérêts (notamment les taux d'intérêts réels négatifs) sur l'épargne et, partant, sur le niveau d'investissement et de croissance.

Les conclusions pratiques de cette théorie ont été mises en cause par L. Taylor (1983), S Van Wijnbergen (1983), E. Aryeetey et al. (1997) qui opposent à la libéralisation financière, l'argument du coût prohibitif du crédit qui en ressortirait, son effet dépressif probable sur la demande globale à court terme et la réduction du rythme d'accumulation du capital à moyen et long terme.



Dans le cas de l'Afrique de l'Ouest, S P Leité (1982) indique les trois motifs d'une politique de bas taux d'intérêts en Afrique de l'Ouest, à savoir, l'augmentation de l'investissement, l'amélioration de la répartition de l'investissement entre les différents secteurs de l'économie, le maintien des couts financiers à un niveau relativement bas afin d'éviter de possibles effets inflationnistes provoqués par une libéralisation des taux d'intérêts.

Les réponses les plus nuancées viennent de V. Galbis (1982). J. Krahn et R. Schmidt (1994) qui plaident pour l'instauration des règles du marché dans la fixation des taux d'intérêts, dans le souci d'obtenir des taux qui reflètent les conditions de rareté relative des ressources financières. Cependant, ils soulignent le fait que les pays en développement ne disposent que de marchés financiers embryonnaires, ce qui pose la question du rythme de la libéralisation financière, afin d'éviter les nombreux effets pervers qui ne manqueraient pas de survenir en cas de libéralisation trop rapide. Les conditions permissives d'une libéralisation financière réussie seraient d'une part, la quantité et la qualité de l'intermédiation financière disponible dans une économie et d'autre part, le caractère performant des institutions régulatrices du système financier (f. Warman, A. thirwall, 1994).

Dans le contexte des programmes de stabilisation macroéconomique dans les pays en développement, M. Kahn et M. Knight (1991) ont élaboré un modèle macroéconomique à partir duquel les effets de la politique monétaire sur le secteur réel peuvent être appréhendés.

Il ressort de leurs travaux qu'en ce qui concerne l'inflation, c'est par le biais des déséquilibres sur le marché de la monnaie et celui des biens et services, que les variations du taux d'inflation sont expliquées. En effet, une augmentation de l'offre de monnaie, consécutive à une baisse des taux d'intérêts directeurs de la Banque centrale, se traduit par une hausse du niveau général des prix dans l'économie, toutes choses égales par ailleurs. Ce résultat est conforme aux enseignements de la théorie quantitative de la monnaie. De même, une augmentation de l'écart de production (différence entre la production effective et la production potentielle) se traduit par des tensions à la hausse sur les prix des biens domestiques. Deux autres facteurs sont susceptibles d'expliquer l'inflation : le taux d'inflation anticipé par les agents économiques, fortement lié aux taux d'inflation observés dans le passé et le niveau des prix à l'étranger.

Le canal de transmission des impulsions monétaires sur la croissance économique est le suivant : une baisse des taux d'intérêts directeurs de la Banque Centrale engendre une hausse



de l'offre de monnaie, ce qui crée un déséquilibre sur le marché de la monnaie toutes choses égales par ailleurs. Ce déséquilibre engendre une expansion temporaire du revenu réel, issue de la hausse des dépenses réelles de consommation et d'investissement, consécutive à la hausse des crédits domestiques. Kahn et Knight estiment que la détermination de l'impact de la politique monétaire sur la croissance est une question purement empirique, dans la mesure où il n'existe pas de consensus théorique sur le sujet ; ils suggèrent cependant l'existence d'un faible impact.

Afin d'évaluer empiriquement les effets sur l'inflation et la croissance des variations de l'offre de monnaie, les deux auteurs ont effectué des estimations économétriques fondées sur la méthode dite du maximum de vraisemblance à information parfaite. Le panel retenu pour l'étude couvre 29 pays en développement (comprenant 6 pays africains dont aucun de l'UMOA) et 232 observations annuelles sur la période 1968 – 1975.

Il ressort des estimations effectuées qu'une hausse de l'offre de monnaie exerce un effet positif significatif sur l'inflation : la valeur de l'élasticité de l'inflation au choc monétaire est de 0,33. De même, une hausse de l'offre de monnaie a une influence positive significative, mais de faible ampleur, sur la croissance économique : en effet, l'élasticité de la croissance du PIB réel à l'offre de monnaie n'est que de 0,043. De l'avis des auteurs, les effets d'une variation de l'offre de monnaie sur l'inflation et la croissance sont essentiellement de court terme : en effet, une politique monétaire expansionniste provoque simultanément une hausse de l'inflation, du revenu réel et une détérioration de la balance de paiements. Cependant, la hausse des prix domestiques et la détérioration de la balance de paiements auront tendance à réduire le stock réel de monnaie, ce qui aura pour effet de ramener l'économie à son niveau d'équilibre initial. De plus, du fait de la hausse du revenu réel, la demande de monnaie croît, ce qui stimule le retour à l'équilibre du marché de la monnaie et, partant, de l'économie. Les délais et l'ampleur de l'ajustement dépendent des valeurs des paramètres du modèle.

1.4 L'efficacité de la transmission des impulsions monétaires dans l'UMOA

L'efficacité du nouveau dispositif de gestion monétaire dans l'UMOA repose sur les conditions ci – après (BCEAO 2000).



- Une grande sensibilité du cout de refinancement des banques aux taux d'interet directeurs de la BCEAO.
- Une forte élasticité de la demande de crédits primaires et de placements par rapport au taux d'interet.

Suite à une évaluation empirique du premier de ces deux facteurs, P. L Diop (1998) a abouti à la conclusion selon laquelle ;

- Le taux d'interet du marché monétaire exerce, à court terme, une influence significative sur les taux débiteurs des banques. A long terme, son impact est faible ;
- Le taux de prise en pension de la Banque Centrale semble etre l'instrument de politique monétaire qui, à long terme, influe sur l'évolution des conditions débitrices des établissements de crédit.

Par ailleurs, à partir du modèle PROMES – Cote d'Ivoire, O. SAMBA MAMADOU (1998, b) a simulé l'impact de la variation du taux du marché monétaire et de la pension sur l'inflation et la croissance en Cote d'Ivoire, en se fondant sur deux scénarios alternatifs, une hausse de trois points du taux de prise en pension et une hausse de même ampleur du taux de marché monétaire. Il ressort des simulations effectuées, qu'une hausse du taux du marché monétaire exerce un effet désinflationniste plus important que celui d'une hausse du taux de prise en pension. De même, l'impact de l'augmentation du taux du marché monétaire sur la croissance économique est plus marqué que celui du taux de pension.

II/ Estimation sur données trimestrielles de l'impact des variations des taux d'intérêts directeurs de la BCEAO sur l'inflation et la croissance.

2.1 Modèle théorique

Dans le double souci de compléter les enseignements des études ci-dessus mentionnés et d'effectuer une évaluation globale de l'impact de la variation des taux d'intérêt sur l'inflation et l'activité économique, le modèle de Kahn et Knight (1991, op. cit.) a été adapté ; les résultats sont présentés et discutés dans les deuxième et troisième parties.



L'impact des variations des taux d'intérêt directeurs sur le taux d'inflation et le taux de croissance économique peut être évalué grâce aux deux équations d'inflation et de croissance ci-après.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE



SECTION II : MODELE ET ESTIMATION

2.1) Les Variables

Quatre types de variations explicatives sont considérés en termes réels : l'indice des prix à la consommation, l'investissement total réel, le taux d'escompte unique ou taux du marché monétaire et le taux prise en pension. Dans la plupart des cas, les variables réelles proviennent des notes d'informations et statistiques (NIS) de la BCEAO et la plupart des données sont tirées des « Rapports de consultation au titre de l'article IV » du FMI. Les autres données sont extraites essentiellement des sources de la banque mondiale et de *Perspective Monde* de l'université SHERBROOKE(CANADA).

Dans un souci d'uniformité de l'échantillon, l'analyse couvre la période 1980-2008. La Guinée Bissau n'est pas prise en compte dans l'étude, faute de données appropriées disponibles.

Le choix du type de variable monétaire a été essentiellement guidé par la nature du modèle empirique à estimer. Comme variables monétaire on distingue les taux directeurs de la BCEAO dont le taux du marché monétaire (TES) et le taux de pension (TPE). Les autres variables explicatives sont l'investissement total réel (INVTR) et l'indice des prix à la consommation(IPC).

2.2) Le modèle empirique

Le modèle empirique à estimer, pour chacun des pays de l'UEMOA s'inspire du modèle de KAHN et KNIGHT (1991), du modèle P. R. AGENOR (1991) et du modèle PROMES (O.SAMBA MAMADOU, 1998, a). Le modèle s'exprime en terme de variation (D), le produit intérieur brut (PIB) en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC), de l'investissement total réel (INVTR), du taux du marché monétaire (TES) et du taux de pension (TPE). Les variables sont exprimées en logarithme plutôt qu'en taux de croissance et la spécialisation adoptée est sous forme de mécanisme de correction d'erreur (MCE). Cette forme de représentation se justifie par le fait que l'analyse de la stationnarité des variables, en utilisant le test de Dickey-Fuller (DF), a montré que la plupart des variables sont intégrés d'ordre 1 (différentiations plurielles).



2. 3) L'équation de la croissance

L'équation de la croissance s'inspire des travaux des auteurs cités ci-dessus. En partant de la définition du PIB réel (PIBR) les travaux étudient la dynamique de l'offre du secteur réel, en supposant que la croissance du PIB est une fonction positive de l'offre excédentaire d'encaisses réelles et du gap de production de l'excès de capacité.

$$D(\log \text{PIBR}) = \alpha_1 (\log \text{PIBR}^* - \log \text{PIBR}) + \alpha_2 (\log \text{mdt} - 1 - \log \text{mdt}) + \alpha_0 \quad (1)$$

Où $\alpha_1 > 0$; $\alpha_2 > 0$; (D) l'opérateur de variation ; PIBR* représente le niveau de production potentielle (c'est-à-dire ajusté des fluctuations cycliques) et md = Md/P le niveau des encaisses réelles dessinées par les détenteurs de richesse. Une telle formulation soutient que toute offre excédentaire de monnaie induira une hausse temporaire du revenu réel. En revanche un politique monétaire restrictive affectera négativement la croissance. Par ailleurs, KAHN et KNIGHT (1991) estiment que la réaction de la production à la politique monétaire, mesurée par α_2 , devrait être assez faible. L'équation (1) indique également que la production aura tendance à croître lorsque son niveau effectif est inférieur à son niveau potentiel. Pour mettre en évidence l'impact de la politique monétaire sur la croissance, l'évolution de la production potentielle a été endogénéisée. Ainsi en considérant une fonction de production de type Cobb-Douglas, il vient :

$$\log \text{PIBR}^* = \alpha_0 + g \cdot \text{tr} + \alpha \cdot \log k + (1 - \alpha) \cdot \log L \quad (2)$$

Avec $g > 0$, $0 < \alpha < 1$; tr représente le trend.

Les variables K et L indiquant respectivement le stock de capacité et celui de la main d'œuvre utilisés dans le processus de production.

La variation du stock de capital correspond à l'investissement (INVTR) et l'évolution de la main d'œuvre est supposée croître au même taux que la population active (PAC).

Les équations (1) et (2) permettent d'écrire la relation dynamique ci-après :

$$D(\log \text{PIBR}) = \alpha \cdot D(\log \text{PIBR}^*) + u \cdot (\log \text{PIBR}^*)_{t-1} + v \cdot (\log \text{mdt} - \log \text{mdt}_{t-1}) \quad (3)$$

Avec $\alpha > 0$, $u > 0$, $v > 0$

L'équation (3) peut encore s'écrire :

$$D(\log \text{PIBR}) = \alpha g + \alpha \delta \cdot \log \text{INVTR} + \alpha (1 - \delta) \cdot D(\log (\text{PAC})) + u \cdot (\log \text{PIBR}^* - \log \text{PIBR})_{t-1} + v \cdot (\log \text{mdt} - \log \text{mdt}_{t-1}) \quad (4)$$



Le niveau de l'offre d'encaisses réelles qui traduit l'orientation de la politique monétaire (une baisse des encaisses offertes signifie une politique restrictive) est supposé être fonction des taux directeurs de la banque centrale (TES, TPE) et de l'indice des prix à la consommation. Par ailleurs, l'impact à court terme d'une variation de la population active sur la croissance est quasiment négligeable dans la mesure où seuls interviennent dans ce contexte les facteurs conjoncturels. La variable « population active » intervient essentiellement dans les déterminants de la croissance structurelle au même titre que le capital humain (K. Logossah ; 1994.). De ce fait, ces variables ne sont pas retenues dans l'estimation de l'équation de croissance.

Ainsi l'équation peut s'écrire :

$$D(\log \text{PIB}) = F(D(\text{TPE}), D(\text{TES}), D(\log \text{INVTR}), D(\log \text{IPC}))$$

(-) (-) (+) (?)

Avec PIBR, le produit intérieur brut.

TPE, Le taux de prise en pension

TES, le taux du marché monétaire

D (log IPC) le taux de variation des prix (ou taux d'inflation).

Le taux directeur de la banque centrale (le taux de prise en pension et le taux du marché monétaire, conformément aux enseignements théorique et empirique, sont censés évoluer en sens inverse de la croissance à court terme⁷ d'où le signe négatif qui leur est attribué. L'investissement total est positivement relié à la croissance du PIB réel. Le signe de la relation inflation-croissance a suscité de nombreux débats dans la littérature économique, sur fond de controverses autour de la courbe de Phillips. Cependant, dans les économies sub-sahariennes, les estimations effectuées (G. MOSER ; 1995 ; Op. cit.) mettent en évidence une liaison inverse entre croissance et inflation. Un tel résultat pourrait s'expliquer par le fait que dans les pays subsahariens, la croissance de la production notamment agricole, exerce généralement un effet dépressif sur les prix.

2.4) Tests de stationnarité :

Les variables utilisées dans le modèle sont :

- Pour l'inflation dans les états de l'UEMOA : le taux de variation de l'IPC (log (IPC)), indice des prix à la consommation.

⁷ Cf. Supra, Banque de France ; 1998.



- Pour les taux directeurs de la BCEAO : le taux de prix en pension $\log(\text{TPE})$ et le taux du marché monétaire $\log(\text{TES})$.
- Le PIB réel ($\log(\text{PIB})$)
- L'investissement total réel $\log(\text{INVTR})$

Les séries ne sont pas tous stationnaires selon les pays. Les tests de stationnarité (Dickey-Fuller augmenté – ADF) effectués sur ces différentes variables ont donné les équations suivantes :

BENIN :

$$\text{Log PIB} = F(\text{log IPC}, D(\text{log INVTR}), D(\text{log TES}), D(\text{log TPE}))$$

BURKINA :

$$D(\text{log PIB}) = F(\text{log IPC}, D(\text{log INVTR}), D(\text{log TES}), D(\text{log TPE}))$$

COTE D'IVOIRE :

$$D(\text{log PIB}) = F(\text{log IPC}, D(\text{log INVTR}), D(\text{log TES}), D(\text{log TPE}))$$

MALI :

$$D(D(\text{log PIB})) = F(\text{log IPC}, D(\text{log INVTR}), D(\text{log TES}), D(\text{log TPE}))$$

NIGER:

$$D(\text{log PIB}) = F(D(\text{log IPC}), DD(\text{log INVTR}), D(\text{log TES}), D(\text{log TPE}))$$

SENEGAL:

$$D(\text{log PIB}) = F(D(\text{log IPC}), D(D(\text{log INVTR})), D(\text{log TES}), D(\text{log TPE}))$$

TOGO:

$$\text{Log PIB} = F(D(\text{log IPC}), D(\text{log INVTR}), D(\text{log TES}), D(\text{log TPE})).$$

2.5) Commentaire des résultats:

L'estimation des équations de croissance des différents pays reports dans les annexes retiennent qu'une variable dont les coefficients sont statistiquement significatifs dans 7 pays (BENIN, BURKINA, COTE D'IVOIRE, MALI, NIGER, SENEGAL, TOGO) est l'investissement total réel.

L'investissement total réel est significatif au taux de 10% pour le BENIN BURKINA FASSO, COTE D'IVOIRE, MALI, NIGER, TOGO.

Pour le SENEGAL, la variable investissement total réel est significatif au taux de 5%.



De même on note un coefficient de corrélation R^2 très faible dans tous les pays selon les observations faites.

BENIN:

$R^2 = 0,179$ soit 17,9 %

BURKINA :

$R^2 = 0,179$ soit 17.9%

COTE D'IVOIRE :

$R^2 = 0,0461$ soit 4,61%

MALI :

$R^2 = 0,53$ soit 5,3%

NIGER:

$R^2 = 0,104$ soit 10,4%

SENEGAL:

$R^2 = 0,293$ soit 29,3%

TOGO:

$R^2 = 0,161$ soit 16,1%

On note un coefficient de corrélation faible dans tous les pays, ce qui laisse à discuter de la fiabilité du modèle.

Les tests de correlelogramme avec 2 résidus donnent des qualités d'ajustement satisfaisant mais seule la variable investissement total réel est significative avec des probabilités inférieure à 50% (cf. annexes).

Pour vérifier la stabilité de la régression, on a fait recourt aux tests de cusum.

Le test de cusum montre une stabilité des coefficients du modèle pour la COTE D'IVOIRE , le MALI, le NIGER , le SENEGAL, et un instabilité des coefficients du modèle pour le BENIN, le BURKINA et le TOGO (cf. annexes).



2.6) Les enseignements tirés du modèle

L'estimation de l'équation de la croissance révèle des coefficients négatifs des taux d'intérêts directeurs par rapport au PIB. L'intensité de l'effet de la politique des taux d'intérêt sur la croissance se révèle très faible.

Ce résultat est conforme aux prédictions théoriques et aux observations empiriques de KAHN et KNIGHT (1991) qui trouvent une réponse de la croissance à la variation de l'offre de monnaie dans les pays en développement de 0,043.

Il ressort des estimations que le déterminant principal de la croissance économique dans l'union s'avère être l'investissement total réel parce que c'est la seule variable explicative significative dans tous les pays et à coefficients positifs. L'existence probable d'une liaison entre les taux directeurs de la BCEAO et l'investissement par le biais des taux débiteurs des banques primaires et les crédits offerts par ces derniers met en lumière l'importance du rôle joué par les taux directeurs dans la croissance économique.

De manière générale la relative inefficacité de la politique des taux d'intérêt directeurs de la BCEAO sur la croissance économique des états de l'UEMOA fait ressortir la nécessité d'envisager d'autres leviers susceptibles d'y accroître l'efficacité de la politique monétaire. Une utilisation active du taux du marché monétaire (TES) du fait de son effet catalyseur de l'investissement semble être indiquée pour un réglage de l'activité économique dans la mesure où il ressort de cette étude que ce taux constitue la variable dont la variable influe plus sur les réponses des économies de l'union.



Conclusion générale

L'ambition réaffirmée par la BCEAO de soutenir les politiques économiques de l'UEMOA en vue d'une croissance saine et durable a ouvert le champ à une recherche académique relativement importante sur le sujet. Les recherches se sont toutefois focalisées sur l'examen de canaux de transmission de la politique monétaire et de l'opportunité d'une amélioration des mécanismes de transmission de la politique monétaire au secteur réel dans l'UEMOA. Le Résultat de cette ligne de recherche est l'efficacité de la Politique monétaire de la BCEAO dans les pays de l'union, face à l'incidence que la structure financière exerce sur la régulation monétaire. Dans le même volet notre étude a souscrit l'idée de l'effet de la politique monétaire de la BCEAO sur la croissance économique dans l'union. Même si l'effet demeure relativement faible et différencié suivant les pays de l'union.

C'est pourquoi dans un premier chapitre, l'aspect théorique et empirique de l'influence de la politique monétaire sur la croissance économique a été analysé du point des objectifs (objectifs intermédiaires et objectifs finals) de la politique monétaire, les mécanismes de transmission à savoir les différents canaux de transmission de la politique monétaire.

L'analyse du second chapitre a montré les faits représentatifs de la relation politique monétaire, croissance en Afrique en insistant sur les effets de la libéralisation financière. L'objet de l'étude a donc été la recherche de l'efficacité de la politique monétaire sur la croissance dans l'union. Un préalable à cette recherche a été de retracer les mécanismes de transmission de la politique monétaire en général et leurs résultats dans le cas des pays développés à économie de marché et des pays en voie de développement dont les réponses observées aux chocs monétaires peuvent résulter de spécificités nationales au niveau des marchés du crédit, formel et informel.

La seconde section du chapitre 3 qui a trait à l'étude empirique de l'impact des taux d'intérêt directeurs de la BCEAO sur la croissance économique de l'UEMOA. Les résultats de cette étude empirique, malgré la faible qualité d'ajustement a montré un résultat net de l'influence de l'investissement sur la croissance du PIB à la suite d'une variation des taux d'intérêt directeurs.



Les enseignements d'ordre empirique de cette étude montrent qu'une faiblesse durable de l'investissement a un impact sur la croissance économique et l'une des causes du retard dans les pays de l'UEMOA réside dans une atonicité de l'investissement dans l'industrie, la construction et le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC). La croissance économique est, nous l'avons vu, intimement liée à l'investissement en capital physique, capital humain, en infrastructures publiques. Elle dépend plus généralement du progrès technique et des innovations du fait des externalités est alors cruciale et le rôle de politique économique primordial, de ce fait.

L'Analyse des résultats de notre recherche a eu le mérite de révéler l'effet de la politique monétaire sur la croissance économique par le biais de l'investissement total réel.

Toutefois de nombreuses insuffisances sont à prendre en compte dans ce travail, loin d'être une œuvre achevée comme d'ailleurs toute œuvre humaine, est à considérer comme une invite à plus de réflexions et d'investigation de la part des chercheurs.

Cependant, dans notre étude, il n'est pas tenu compte de l'influence de l'information (symétrique ou asymétrique) qui pèse sur les canaux de transmission de la politique monétaire dans l'UEMOA. Il faut noter aussi que la qualité des résultats obtenus dans le cadre de ce mémoire est susceptible d'être limitée par le nombre réduit d'années considérées (29) par le fait d'une manque de données statistiques disponibles. C'est pourquoi il est intéressant d'approfondir cette étude avec des données beaucoup plus larges, des modèles différents (par exemple le modèle de vecteur Autorégressif Var), tout en essayant de voir l'influence de la structure financière des économies de l'union sur leur réponses aux chocs monétaires, ceci afin d'aboutir à terme à une homogénéité et une convergence des réponses des différentes économies aux décisions de politique monétaire. Enfin, une autre piste de recherche pourrait aussi essayer d'étudier les leviers complémentaires de politique monétaire susceptibles d'accroître l'efficacité du réglage de l'activité économique effectué à travers l'utilisation des taux directeurs. Cette étude permettra de voir s'il est plus opportun de choisir un tel levier en fonction de l'objectif de politique monétaire fixé et en harmonie avec les pactes de convergences de l'UEMOA.



Bibliographies

Andersen, I. et J. L. Jordan (1968), « Monetary and fiscal action : A test of their relative importance in economic stabilization » Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, October.

Andersen, C. L. (1973), " The state of the monetarist debate" Federal reserve bank of saint Louis review, September.

Andersen, C.L. (1971), " A monetarist view of demand management: The United States experience". Federal Reserve Bank of saint Louis review, September.

Andersen, C. L. et K. M. Carlson (1970), « A Monetarist model for economic stabilization ». Federal Reserve Bank of St Louis Review 52, April.

Barro, R. (1990), " Government spending in a simple model of endogenous growth, journal of political economy, vol, 98.

Barro, r. (1974), "are government bonds net wealth ?" Journal of political economy, vol, 82.pp 1095 – 1117.

Betten, S. D. et R. W. Hafer (1983), « the relative impact of monetary and fiscal actions on economic activity : a cross – country comparison" federal reserve bank of st Louis review 55.january.

Bynoe, J.A. (1994), "monetary and fiscal influences on economic activity in African countries". African review of money, finance and banking, ½.

Chowdhury, R. A. (1988), "monetary policy, fiscal policy and aggregate economic activity: some further evidence ". Applied economics 20, January.

Darrat, F. A. (1984), " the dominant influence of fiscal actions in developing countries". Eastern economic journal x, july – September.

Faugère Jp (1994), "les politiques monétaires: les analyses économiques de la politique monétaire ». Cahier français no 267 (monnaie et politique monétaire), Juillet- Septembre.

Friedman, M. (1969), « the supply of money and changes in prices and output ». In the optimum quantity of money and other essays. Chicago: Aldine 1969.

Friedman, M. (1968), "the role of monetary policy". American Economic Review, March

Friedman, M. et D. Meiselman (1963), the relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the united states, 1897 – 1958". In commission on money and credit stabilization policies. Englewood cliffs, N.J: prentice – hall

Gordon J. R. ed. (1974) Milton friedman's monetary framework: a debate with his critics, Chicago, iii the university of Chicago press.



Hoover d k (1988) the new classical macroéconomics Blackwell publishers, Cambridge Massachusets.

Keran, W M (1970) "monetary and fiscal influences on economic activity: the foreign experience " federal reserve bank of saint Louis review 51, February.

Koné S (1988) l'impact des politiques monétaires et budgétaires sur la croissance économique dans les pays de l'UEMOA Document d'étude et de recherché no Der /98/03, BCEAO, Juin.

Lucas, E R (1988) on the mechanics of economic developèment. Journal of monetary economics, no 22, pp. 3 – 42.

Lucas, E R (1986), Principles of fiscal and monetary policy. Journal of monetary economics. 17(1),pp. 117 – 134.

Lucas, E R (1972), expectations and the neutrality of money, journal of economic theory, vol. 4 pp. 103 – 124.

Romer, P. (1990), endogenous technical change, journal of political economy, vol, 98 pp. s71-S102

Romer p (1986) increasing returns and long run growth, journal political economy, vol 94, pp, 1002-1037.

Sargent, T (1972), rational expectations and the term structure of interest rates, Journal of money, credit and banking , vol, 4 pp, 74-97.

Sargent T and N Wallace (1975), Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule Journal of political economy vol, 83, pp 241 – 257.

Waud N R (1974) monetary and fiscal effects on economic activity: A reduced form examination of their relative importance. Review of economics and statistics, May.

Adoby C Diarisso S. (1997) evolution du taux de liquidité dans les pays de l'UEMOA Document d'étude et de recherche (DER) no 97/04, banque ventrale des etats de l'Afrique de l'ouest (BCEAO), direction de la recherche etde la statistique , juillet 1997.

Agenor p R (1991) stabilization policies in developing countries qith a parallel Market for foreign exchange : a formal framework, in Kahn M. Montel P. Haque N eds macroeconomics models for ajustement in devoping countries, IMF Washington DC 1991 pp 201 233

Banque de france (1998) la politique monétaire à lheure du marché mondial des capitaux , banque de France paris fevrier 1998, 290 p.

Bernanke B Blinder A (1988) credit monet and aggregate demand american economic review may 1988.

Bernanke B Blinder A. (1992) the federal funds and the channels of monetary transmission, American economic review, September 1992.



BCEAO (2000) la politique de taux d'intérêt dans l'union, Direction du crédit Miméo, Janvier 2000
13p

Diagne A. Doucoure F. (2000) les canaux de transmission de la politique monétaire dans les pays de l'UEMOA, mimeo, CREA et FASEG, université Cheikh Anta DIOP, Dakar, Senegal juillet 2000 33p.

Diop papa Lamine (1998) l'impact des taux directeurs de la BCEAO sur les taux débiteurs des banques. Notes d'information et statistiques, Banque centrale des états de l'Afrique de l'ouest no483- 484, juillet – Aout – Septembre 1998, p.

Fry M (1995) « Money, interest and Banking in economic Development », John Hopkins University Press, Baltimore, 1995.

Goldstein M, Kahn M (1976) large versus small price changes and the Demand for imports, IMF Staff Papers, vol, 23, 1976, pp, 200-225.

Kahn M knight M (1991) stabilization Programs in developing Countries : A formal Framework in Kahn M Montel P Haque n. eds macroeconomics models for adjustment in developing countries, IMF, Washinton D.C 1991, PP. 38. 85.

Logossah K. (1994) capital humain et croissance économique: une revue de la littérature économie et prevision, 5 (116) 1994, pp 17- 34.

Mc kinnon R. (1973) money and capital in economic development washington D.C Brookings institutions 1973.

Mishkin F (1996) les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire, Bulletin de la Banque de France no 27 Mars 1996, pp, 91- 105.

Mojon B. (1998) structures financières et transmission de la politique monétaire. Application à l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume Uni document de travail du CEPII, no 98-12 1998, 65

Samba Mamadou Lo (1998) « modèle intégré de projection macro économétrique et de la simulation pour les états membres de l'UEMOA (PROMES) : cadre théorique document d'étude et de recherche (DER) no 98/05, Banque Centrale des états de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), direction de la recherche et de la statistique, Aout 1998.

Samba mamadou lo (1998) modèle intégré de projection macro économique et de simulation pour les états membres de l'UEMOA (PROMES). Estimation et application à la Côte d'Ivoire Document d'étude et de recherche (DER) no 98/06, Banque centrale des états de l'Afrique de l'Ouest, (BCEAO) direction de la recherche et de la statistique, Aout 1998.

Shaw E S (1973) financial deeping in Economic development New york, Oxford University Press, 1973.

Taylor L (1983) structuralist macroeconomics: applicable models for the third world New York basic Books, 1983.

Van winjbergen S. (1983) interest rate management in LDCs, journal of monetary economics, 12 (3) September, pp, 433 – 452.



ANNEXES

CODESRIA BIBLIOTHEQUE



ANNEXE 1: BENIN

Dependent Variable: LPIB

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 06:40

Sample (adjusted): 1981 2008

Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.27673	0.128560	173.2795	0.0000
LIPC	0.067839	0.088804	0.763911	0.4527
D(LINVTR)	0.637027	0.320667	1.986566	0.0590
D(LTES)	-0.626473	1.070672	-0.585121	0.5642
D(LTPE)	-0.477991	0.924035	0.517287	0.6099
R-squared	0.179193	Mean dependent var		22.39669
Adjusted R-squared	0.036444	S.D. dependent var		0.512784
S.E. of regression	0.503353	Akaike info criterion		1.625383
Sum squared resid	5.827379	Schwarz criterion		1.863276
Log likelihood	-17.75536	Hannan-Quinn criter.		1.698109
F-statistic	1.255303	Durbin-Watson stat		0.406212
Prob(F-statistic)	0.315932			



ANNEXE2 : BENIN

Correlelogramme test avec 2 residus

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	49.52627	Prob. F(2,21)	0.0000
Obs*R-squared	23.10214	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 10:47

Sample: 1981 2008

Included observations: 28

Presample missing value lagged residuals set to zero.

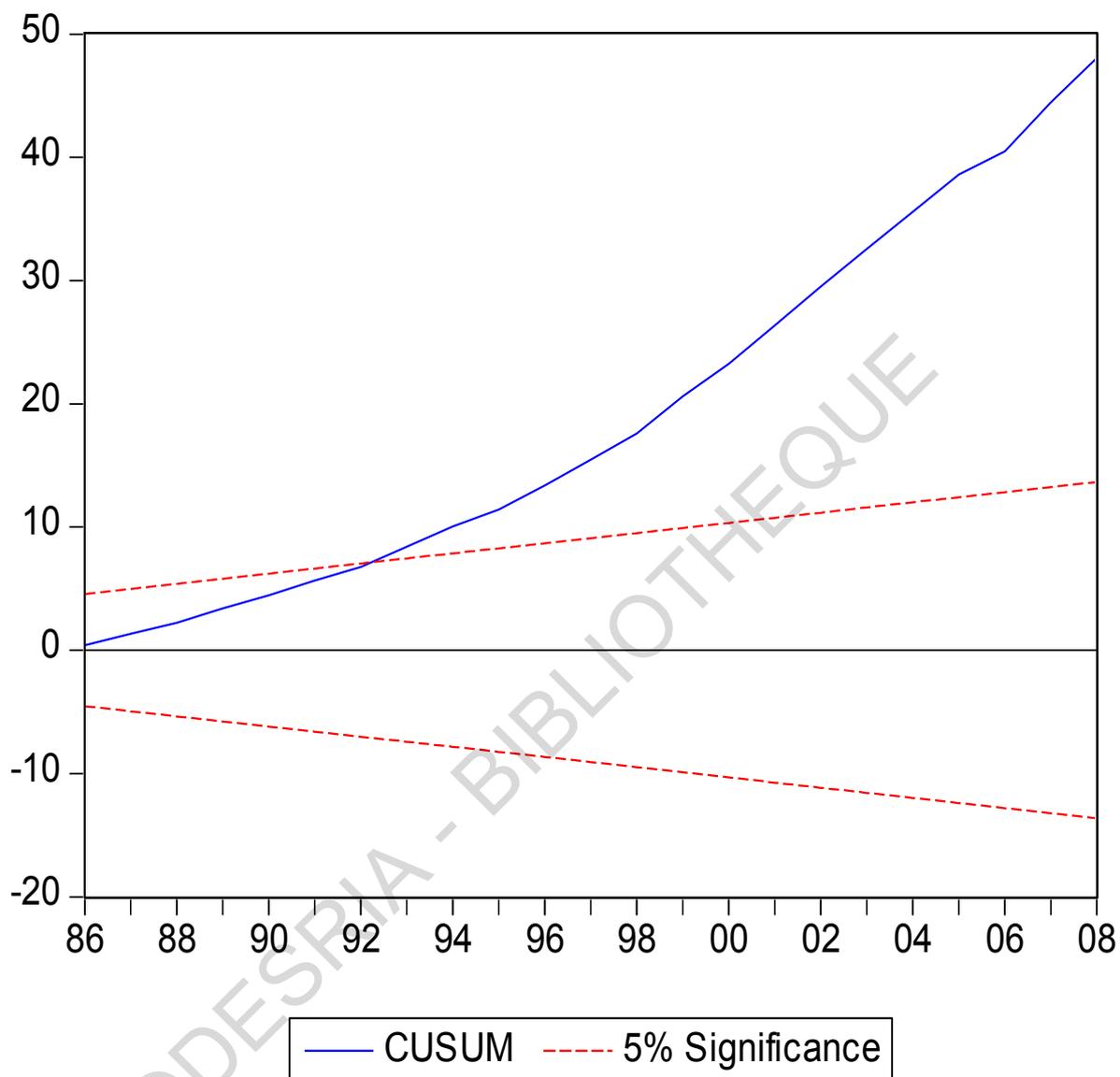
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.084563	0.045265	1.868183	0.0758
D(LIPC)	-0.029732	0.029224	-1.017393	0.3205
D(LINVTR)	-0.674544	0.154201	-4.374434	0.0003
D(LTES)	-0.515276	0.458004	-1.125048	0.2733
D(LTPE)	-0.261329	0.451262	-0.579106	0.5687
RESID(-1)	0.736520	0.152727	4.822455	0.0001
RESID(-2)	0.420430	0.157037	2.677277	0.0141
R-squared	0.825077	Mean dependent var	2.69E-15	
Adjusted R-squared	0.775098	S.D. dependent var	0.467999	



S.E. of regression	0.221943	Akaike info criterion	0.039523
Sum squared resid	1.034430	Schwarz criterion	0.372574
Log likelihood	6.446681	Hannan-Quinn criter.	0.141340
F-statistic	16.50876	Durbin-Watson stat	1.011843
Prob(F-statistic)	0.000001		

ANNEXE3 : BENIN

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE



Test de cusum

ANNEXE4 : BURKINA

Dependent Variable: LPIB

Method: Least Squares



Date: 05/09/10 Time: 11:17

Sample (adjusted): 1981 2008

Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.27673	0.128560	173.2795	0.0000
LIPC	0.067839	0.088804	0.763911	0.4527
D(LINVTR)	0.637027	0.320667	1.986566	0.0590
D(LTES)	-0.626473	1.070672	-0.585121	0.5642
D(LTPE)	-0.477991	0.924035	-0.517287	0.6099
R-squared	0.179193	Mean dependent var		22.39669
Adjusted R-squared	0.036444	S.D. dependent var		0.512784
S.E. of regression	0.503353	Akaike info criterion		1.625383
Sum squared resid	5.827379	Schwarz criterion		1.863276
Log likelihood	-17.75536	Hannan-Quinn criter.		1.698109
F-statistic	1.255303	Durbin-Watson stat		0.406212
Prob(F-statistic)	0.315932			

ANNEXE5 : BURKINA

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	57.74738	Prob. F(2,21)	0.0000
Obs*R-squared	23.69214	Prob. Chi-Square(2)	0.0000



Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 11:19

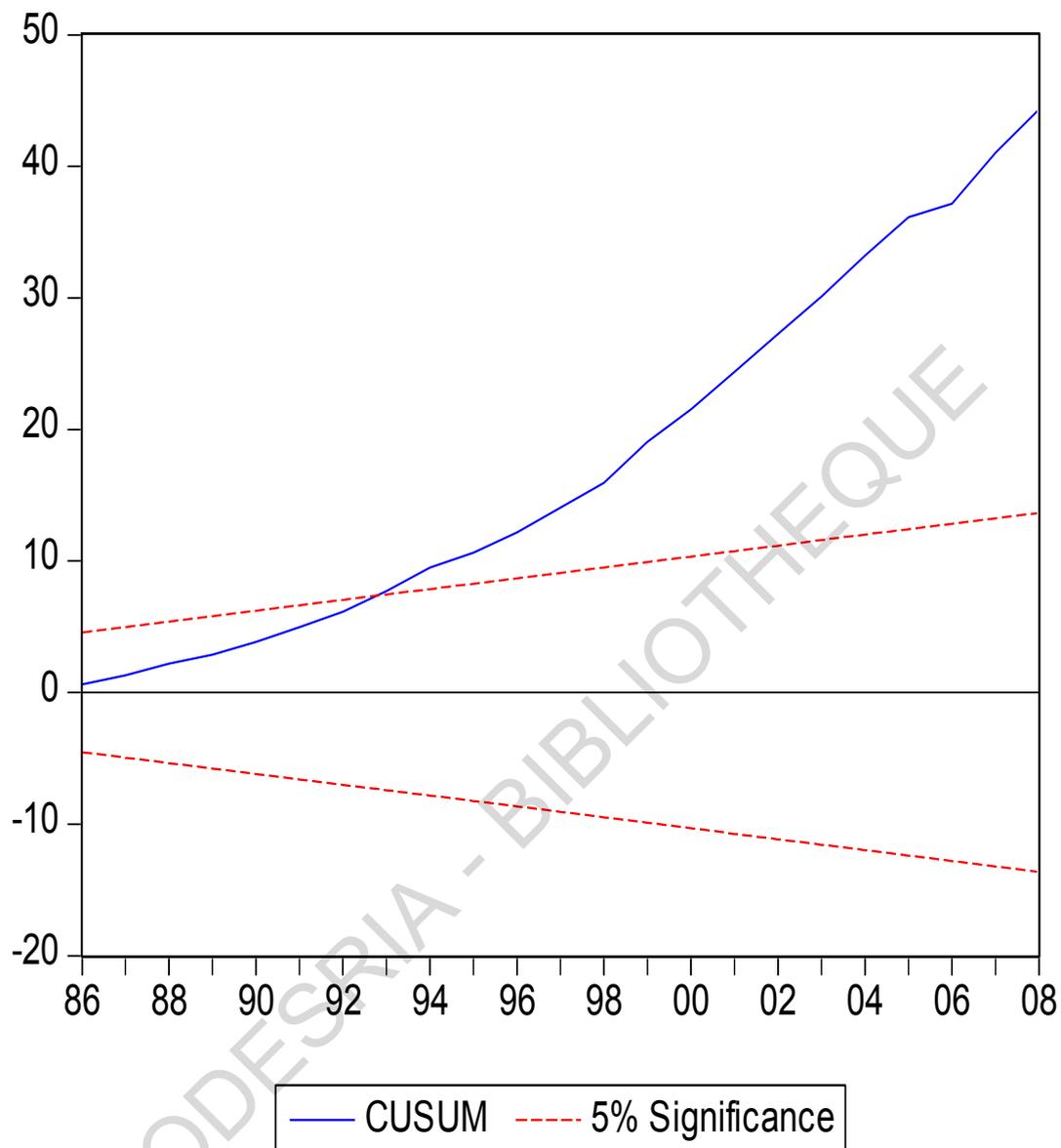
Sample: 1981 2008

Included observations: 28

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.167218	0.055019	3.039280	0.0062
LIPC	0.092894	0.037715	-2.463088	0.0225
D(LINVTR)	-0.796459	0.151107	-5.270827	0.0000
D(LTES)	-0.994489	0.449652	-2.211685	0.0382
D(LTPE)	-0.327792	0.380640	-0.861158	0.3989
RESID(-1)	0.769603	0.139001	5.536660	0.0000
RESID(-2)	0.455028	0.141695	3.211324	0.0042
R-squared	0.846148	Mean dependent var		4.84E-16
Adjusted R-squared	0.802190	S.D. dependent var		0.464574
S.E. of regression	0.206623	Akaike info criterion		-0.103524
Sum squared resid	0.896554	Schwarz criterion		0.229527
Log likelihood	8.449333	Hannan-Quinn criter.		-0.001707
F-statistic	19.24913	Durbin-Watson stat		1.134270
Prob(F-statistic)	0.000000			

ANNEXE6 :BURKINA



ANNEXE7 :COTE D'IVOIRE



Dependent Variable: D(LPIB)

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 11:38

Sample (adjusted): 1981 2007

Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.035385	0.010079	3.510875	0.0020
LIPC	0.001358	0.006754	0.201043	0.8425
D(LINVTR)	9.39E-01	0.034432	0.002727	0.0978
D(LTES)	-0.022981	0.057738	-0.398018	0.6945
D(LTPE)	-0.018035	0.055548	-0.324671	0.7485
R-squared	0.046165	Mean dependent var		0.038426
Adjusted R-squared	-0.127260	S.D. dependent var		0.027160
S.E. of regression	0.028837	Akaike info criterion		-4.088741
Sum squared resid	0.018295	Schwarz criterion		-3.848771
Log likelihood	60.19800	Hannan-Quinn criter.		-4.017385
F-statistic	0.266196	Durbin-Watson stat		1.496338
Prob(F-statistic)	0.896507			

ANNEXE8 : COTE D'IVOIRE

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

L'impact de la politique monétaire sur la croissance économique dans l'UEMOA



F-statistic	1.000956	Prob. F(2,20)	0.3852
Obs*R-squared	2.456678	Prob. Chi-Square(2)	0.2928

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 11:39

Sample: 1981 2007

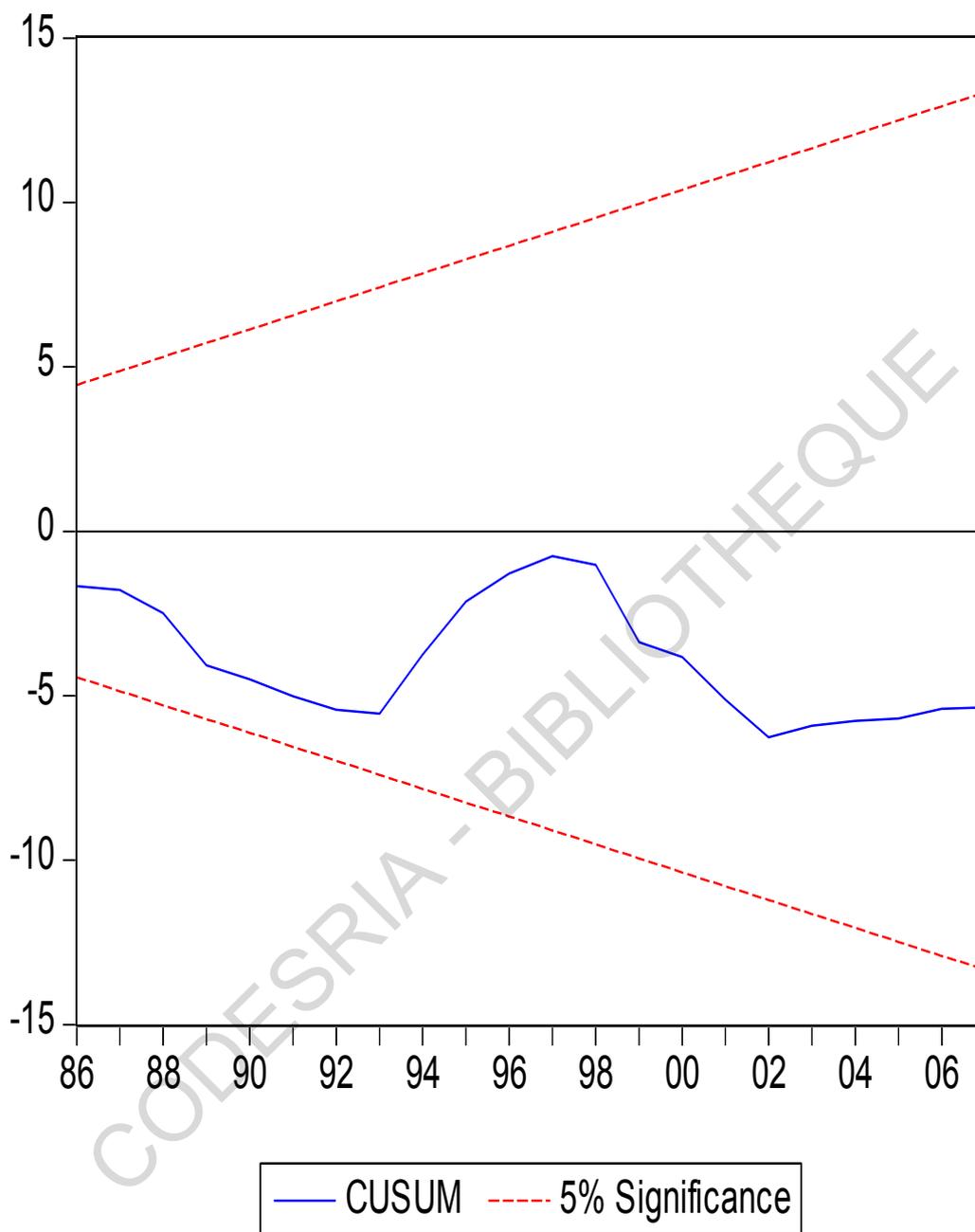
Included observations: 27

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001020	0.010134	-0.100672	0.9208
LIPC	0.001002	0.006829	0.146736	0.8848
D(LINVTR)	-0.008941	0.035671	-0.250645	0.8046
D(LTES)	-0.002512	0.059826	-0.041987	0.9669
D(LTPE)	-0.008794	0.057022	-0.154214	0.8790
RESID(-1)	0.313077	0.239751	1.305843	0.2064
RESID(-2)	-0.177473	0.225810	-0.785939	0.4411

R-squared	0.090988	Mean dependent var	-2.02E-18
Adjusted R-squared	-0.181716	S.D. dependent var	0.026526
S.E. of regression	0.028836	Akaike info criterion	-4.035990
Sum squared resid	0.016630	Schwarz criterion	-3.700032
Log likelihood	61.48586	Hannan-Quinn criter.	-3.936092
F-statistic	0.333652	Durbin-Watson stat	1.822101
Prob(F-statistic)	0.911101		

ANNEXE9 :COTE D'IVOIRE



ANNEXE10 : MALI

Dependent Variable: D(D(LPIB))

L'impact de la politique monétaire sur la croissance économique dans l'UEMOA



Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 12:19

Sample (adjusted): 1982 2008

Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000491	0.023872	0.020559	0.9838
LIPC	-0.006548	0.013658	-0.479453	0.6363
D(LINVTR)	0.050965	0.068149	0.747837	0.0625
D(LTES)	-0.084969	0.206127	-0.412218	0.6842
D(LTPE)	-0.012766	0.156704	-0.081463	0.9358
R-squared	0.053046	Mean dependent var		0.000948
Adjusted R-squared	-0.119128	S.D. dependent var		0.075086
S.E. of regression	0.079432	Akaike info criterion		-2.062249
Sum squared resid	0.138809	Schwarz criterion		-1.822279
Log likelihood	32.84036	Hannan-Quinn criter.		-1.990893
F-statistic	0.308095	Durbin-Watson stat		3.133269
Prob(F-statistic)	0.869436			



ANNEXE11 MALI

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	17.06022	Prob. F(2,20)	0.0000
Obs*R-squared	17.02226	Prob. Chi-Square(2)	0.0002

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 12:21

Sample: 1982 2008

Included observations: 27

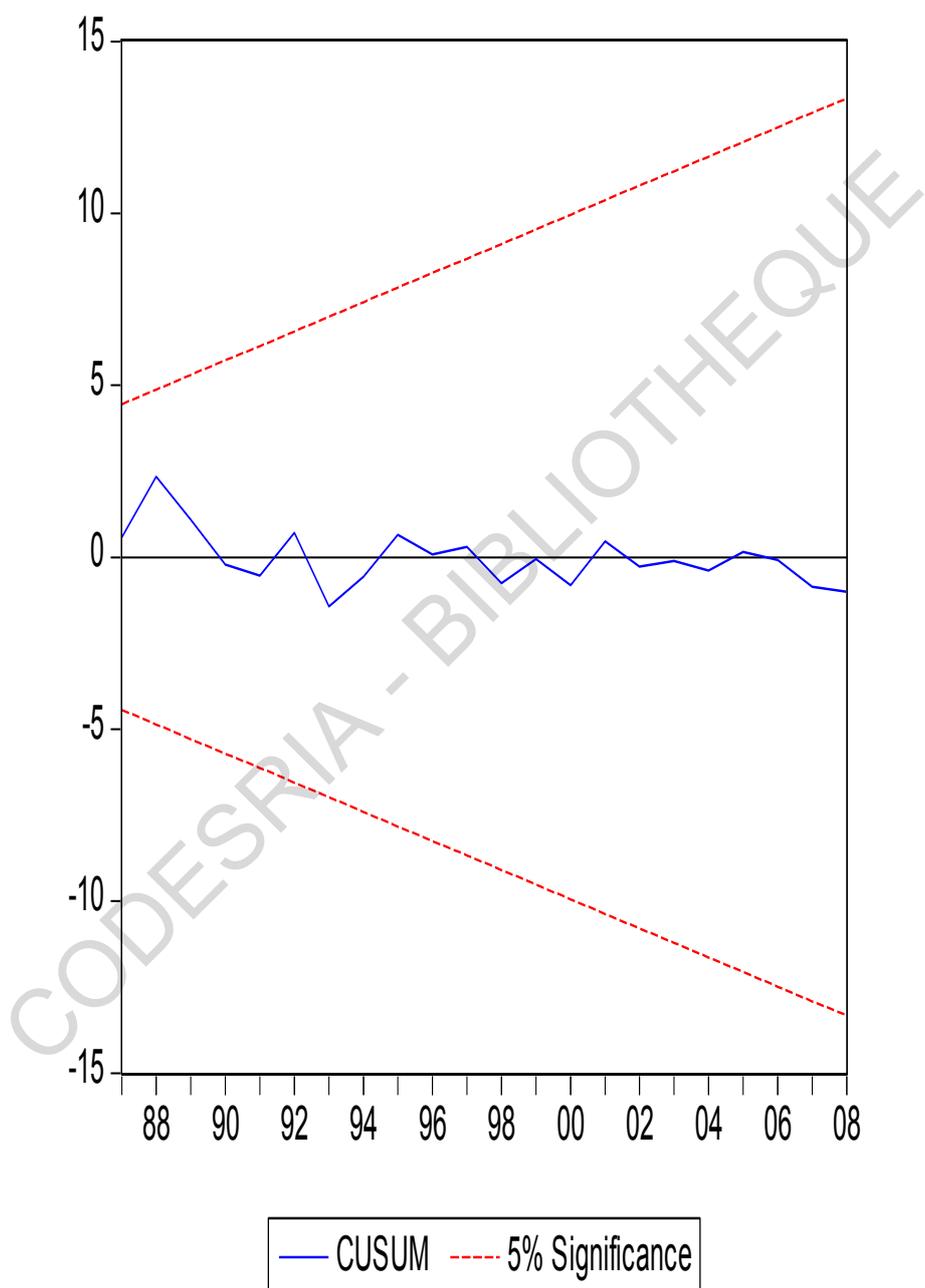
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.013968	0.015407	0.906606	0.3754
LIPC	-0.002602	0.008722	-0.298368	0.7685
D(LINVTR)	-0.061682	0.044723	-1.379204	0.0831
D(LTES)	-0.139847	0.134825	-1.037244	0.3120
D(LTPE)	-0.117934	0.105676	-1.116000	0.2777
RESID(-1)	-1.031630	0.177384	-5.815810	0.0000
RESID(-2)	-0.633748	0.172056	-3.683377	0.0015

R-squared	0.630454	Mean dependent var	1.48E-18
Adjusted R-squared	0.519590	S.D. dependent var	0.073067
S.E. of regression	0.050644	Akaike info criterion	-2.909581
Sum squared resid	0.051296	Schwarz criterion	-2.573623
Log likelihood	46.27934	Hannan-Quinn criter.	-2.809683
F-statistic	5.686741	Durbin-Watson stat	2.340226
Prob(F-statistic)	0.001385		



ANNEXE12 :MALI





ANNEXE13 NIGER

Dependent Variable: D(D(LPIB))

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 12:35

Sample (adjusted): 1982 2008

Included observations: 26 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001785	0.020914	-0.085369	0.9328
LIPC	-0.003848	0.012588	-0.305720	0.7628
D(LINVTR)	0.073228	0.062951	1.163243	0.0578
D(LTES)	-0.212186	0.208037	-1.019944	0.3194
D(LTPE)	-0.153873	0.161798	0.951020	0.3524
R-squared	0.104421	Mean dependent var		0.001242
Adjusted R-squared	-0.066165	S.D. dependent var		0.079638
S.E. of regression	0.082230	Akaike info criterion		-1.987549
Sum squared resid	0.141998	Schwarz criterion		-1.745607
Log likelihood	30.83814	Hannan-Quinn criter.		-1.917879
F-statistic	0.612131	Durbin-Watson stat		2.924487
Prob(F-statistic)	0.658520			

ANNEXE14 NIGER



Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	9.406606	Prob. F(2,19)	0.0014
Obs*R-squared	12.93578	Prob. Chi-Square(2)	0.0016

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 12:37

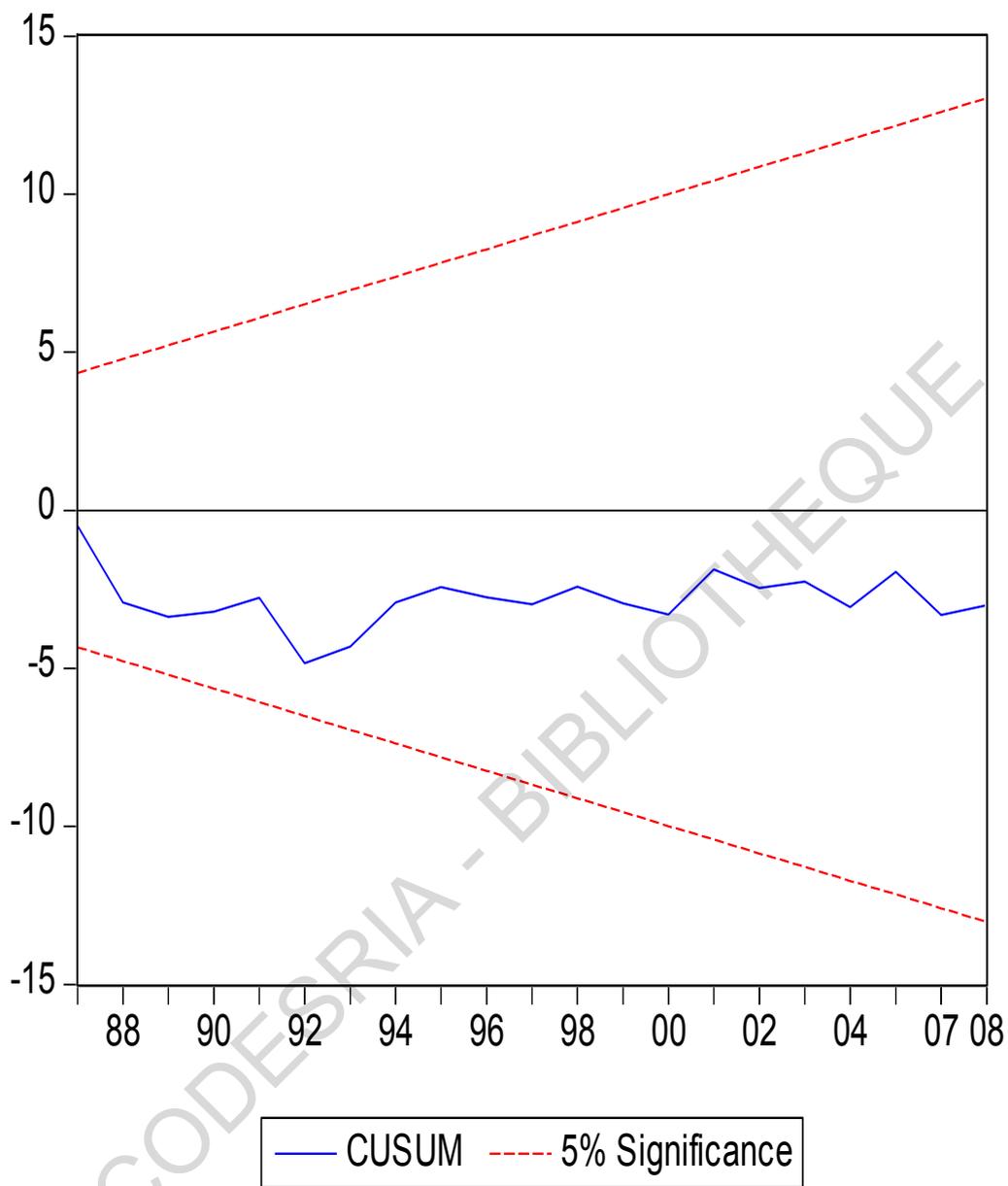
Sample: 1982 2008

Included observations: 26

Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.012220	0.015842	-0.771347	0.4500
LIPC	0.006946	0.009517	0.729865	0.4744
D(LINVTR)	0.032463	0.047973	0.676701	0.0568
D(LTES)	-0.030150	0.155427	-0.193980	0.8483
D(LTPE)	-0.100445	0.126326	-0.795125	0.4364
RESID(-1)	-0.799524	0.195269	-4.094487	0.0006
RESID(-2)	-0.664563	0.208038	-3.194439	0.0048

R-squared	0.497530	Mean dependent var	3.34E-18
Adjusted R-squared	0.338855	S.D. dependent var	0.075365
S.E. of regression	0.061280	Akaike info criterion	-2.521923
Sum squared resid	0.071350	Schwarz criterion	-2.183204
Log likelihood	39.78499	Hannan-Quinn criter.	-2.424384
F-statistic	3.135535	Durbin-Watson stat	2.166487
Prob(F-statistic)	0.026155		





ANNEXE16: SENEGAL

Dependent Variable: D(LPIB)

Method: Least Squares

Date: 05/09/10 Time: 12:53

Sample (adjusted): 1982 2008

Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.057709	0.006061	9.521745	0.0000
D(LIPC)	0.002184	0.004209	0.518886	0.6095
D(D(LINVTR))	0.070726	0.025258	2.800170	0.0111
D(LTES)	-0.064057	0.074834	-0.855985	0.4021
D(LTPE)	-0.025475	0.058746	-0.433644	0.6692
R-squared	0.293833	Mean dependent var		0.055505
Adjusted R-squared	0.152599	S.D. dependent var		0.029044
S.E. of regression	0.026737	Akaike info criterion		-4.228701
Sum squared resid	0.014297	Schwarz criterion		-3.984926
Log likelihood	57.85876	Hannan-Quinn criter.		-4.161088
F-statistic	2.080474	Durbin-Watson stat		2.380352
Prob(F-statistic)	0.121447			



Table des matières

DEDICACE	3
REMERCIEMENTS	4
Introduction	6
Chapitre I : revues théorique et empirique de la relation politique monétaire, croissance économique.	13
Section 1 : Approches théorique et empirique de la relation politique monétaire, croissance économique.	15
I) Revue de la littérature économique	15
II) APPROCHE EMPIRIQUE	18
Section 2 : Les canaux de transmission de la politique monétaire	21
I/ Enjeux des canaux de transmission de la politique monétaire :	21
II/ Les canaux de la monnaie en information symétrique	23
III/ Les canaux du crédit en information symétrique	26
Chapitre II : Les faits stylisés de la Politique monétaire en Afrique	28
Section I : Politique monétaire et croissance en Afrique	29
I/ La situation globale de la politique monétaire en Afrique	30
II) Monnaie et Capital : la répression financière	33
III) La relation entre l'inflation et la croissance	37
Section II : La politique monétaire de la BCEAO	42
I/ Evolution de la politique monétaire	42
II/ Les objectifs et instruments de la politique monétaire	48
II/ Instruments de politique de la monnaie et du crédit	49
Chapitre III : L'impact de la variation des taux d'intérêt directeur de la BCEAO sur la croissance économique dans l'UEMOA	52
I/ Revue de la littérature sur la relation entre les taux d'intérêt directeurs et la croissance économique :	53
II/ Estimation sur données trimestrielles de l'impact des variations des taux d'intérêts directeurs de la BCEAO sur l'inflation et la croissance.	61
SECTION II : MODELE ET ESTIMATION	63
2.1) Les Variables	63
Conclusion générale	69



Bibliographies	71
ANNEXES	74

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE