

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



MEMOIRE DE MAITRISE

THEME :
**LA POLITIQUE MONETAIRE DANS
LA ZONE UEMOA**

Présenté par :
Ibrahima DIALLO

Sous la direction de :
Docteur Felwine SARR

EXCLU
du
PRÊT
BUGB

THE
1394

Année académique : 2007-2008

REMERCIEMENTS

Je remercie ALLAH le Tout Puissant de m'avoir donné la force et le courage d'accomplir ce dur travail et qui m'a associé à toutes les personnes qui m'ont aidé durant ma formation universitaire.

Mes remerciements s'adressent aussi à :

Mon père Demba DIALLO et ma mère Ndéye Sény DIOUF pour l'éducation qu'ils m'ont donnée et pour leurs soutiens.

Ma maman, tes conseils pour nous voir réussir ont très précieux puissent ALLAH t'accorder longue vie et santé.

Mon encadreur, Monsieur Félwine SARR qui a dirigé ce travail en lui donnant une orientation positive par ses remarques, ses suggestions et ses critiques pertinentes.

Le corps professoral et administratif de l'UFR SEG

Merci à Ndéye Soukéyena SECK, à qui je manifeste ma profonde gratitude pour ses soutiens, ses encouragements et ses conseils.

Merci à toute la famille DIALLO ainsi qu'à tous les étudiants de L'UGB.

Mes remerciements à tous ceux qui ont participé de près ou de loin à la réalisation de ce mémoire

13072

DÉDICACES

Je dédie ce travail de tout cœur à toutes les personnes qui m'ont soutenu et accompagné durant cette formation notamment à :

Ma maman Ndéye Sény DIOUF, femme de vertu, de courage et de générosité, qui ne cesse de manifester à mon égard, son affection, son indulgence et sa clémence. Que le Tout Puissant vous comble de ses grâces et de ses bénédictions.

Mon père Demba DIALLO qui, dès mon enfance, m'a enseigné le goût du travail dans la persévérance et aussi, l'amour du travail bien fait.

Ma tante Khady Diouf, Ndéye Ramatoulaye Seck.

Mes frères et sœurs : Amadou, Djiby, Moussa, Demba, Samba et Mouhamed Ndéye Marième, Siré, Ndéye Thioro, Awa, Ndéye Sény, Fatou.

Mention spéciale est décernée à Ndéye Soukéyena Seck qui me témoigne une affection sans faille.

Je dédie ce travail aussi à tous les membres de « khatalé » : Cheikh Ba, Khadidiatou Ba, Moussa M Ba, Baurice, Ibrahima Diongue, Moussé Ndow Sow, Aziz Mané et à la première promotion de maîtrise d'Economie Appliquée.

Plan

Chapitre 1 Les objectifs et les instruments de la politique monétaire

Section 1 : les objectifs de la politique monétaire

Section 2 : les instruments de la politique monétaire

Chapitre 2 la création monétaire et les agrégats monétaire

Section 1 : la création monétaire de la banque centrale

Section 2 : la création monétaire des banques de second rang

Section 3 : les agrégats monétaires

Chapitre 3 les actions et les limites de la politique monétaire

Section 1 : les canaux de transmission de la politique monétaire

Section 2 : les limites de la politique monétaire

CONCLUSION

INTRODUCTION

A sa création en janvier 1994, l'UEMOA regroupait sept pays de l'Afrique subsaharienne à savoir le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. Un huitième pays la Guinée Bissau a rejoint l'Union en mai 1997. Ce groupe de pays s'emploie à promouvoir l'élargissement et la relance de l'activité économique.

Dans les textes de l'Union est inscrit que l'UEMOA se fixe pour but d'assurer "La convergence des performances et des politiques économiques des Etats membres par l'institution d'une procédure de surveillance multilatérale" (article 4 du traité de l'UEMOA de 11 janvier 1994). La politique monétaire est un des instruments de la politique économique utilisé de nos jours et généralement dévolue à une banque centrale c'est le cas de la BCEAO pour la zone UEMOA. L'objectif de la BCEAO est de garantir la stabilité de la monnaie. Sans préjudice de cet objectif, la BCEAO apporte son soutien aux politiques économiques générales élaborées dans les Etats membres de l'Union monétaire.

L'argument théorique qui sous-tend cette définition se résume en deux propositions, qui renvoient aux préoccupations actuelles de la politique monétaire : la détermination des objectifs prioritaires de la politique monétaire, d'une part, la façon dont la banque centrale peut les atteindre, d'autre part.

S'agissant tout d'abord des objectifs de la politique monétaire, de nombreux auteurs (KYDLAND et PRESCOTT, 1977 ; SVENSSON, 1998) s'accordent à reconnaître la stabilité des prix à moyen terme comme le principal objectif de la politique monétaire pour au moins deux raisons : (1) dans un monde où les agents économiques sont de plus en plus informés, la banque centrale doit garantir la confiance des opérateurs privés ; (2) l'une des principales tâches de la banque centrale est de préserver la solidité du système financier face aux chocs susceptibles de saper la confiance des opérateurs.

Concernant ensuite la façon de traduire quantitativement l'objectif de stabilité des prix, deux thèses s'opposent. La première thèse trouve son fondement dans le souci de ramener le taux d'inflation à zéro. L'idée avancée est la plausibilité de l'accélération de l'inflation à un taux supérieur à zéro.

La seconde thèse prône la stabilisation de l'inflation à un seuil jugé tolérable par les autorités monétaires. Elle soulève le débat entre politique de règles et politique discrétionnaire. Pour

certaines économistes en effet, la politique monétaire doit se contenter de l'application d'une règle monétaire passive ou non activiste (FRIEDMAN, 1967 ; KYDLAND et PRESCOTT, 1977). Ce qui revient à admettre, grâce à l'hypothèse d'incohérence temporelle, qu'une politique discrétionnaire est incompatible avec le maintien de la stabilité des prix.

En revanche, étant donné que l'application «aveugle» de règles automatiques donne souvent lieu à une forte variabilité de la production, de nombreux économistes plaident en faveur d'une politique monétaire qui conjugue les gains de la cohérence temporelle et les avantages de la flexibilité (BARRO et GORDON, 1983 ; ROGOFF, 1985 ; TAYLOR, 1998). Une telle politique se définit comme une règle monétaire active, qui autorise une réaction systématique des autorités monétaires aux écarts de production et d'inflation, tout en préservant la comptabilité des objectifs de long terme de la politique économique. Reste à savoir comment mettre en place de façon crédible une telle règle (ARTUS, PENOT et POLLIN, 1999) ?

L'indépendance de la banque centrale suffit à internaliser le biais inflationniste de la politique discrétionnaire (MAC CALLUM, 1997). Elle trouve sa véritable expression lorsque les autorités monétaires ont une réputation de gardien de la stabilité de prix. A ce propos, il est opportun d'évoquer le débat entre les partisans d'une politique monétaire axée sur le réglage d'objectifs intermédiaires et les partisans d'une politique monétaire orientée vers la poursuite des cibles quantitatives fixes.

En ce qui concerne les objectifs intermédiaires, les monétaristes (Friedman, 1968) assignent généralement aux banques centrales la tâche de contrôler le rythme de croissance de la masse monétaire, en vue de maîtriser l'inflation.

Cette option repose sur l'idée que l'inflation résulte d'un excès de croissance monétaire (théorie quantitative) et qu'il est difficile de prévoir son évolution à cause de l'existence de retards temporels. Cependant, depuis le début des années 90, la révolution des marchés financiers (le processus d'innovations financières et de libéralisation des mouvements de capitaux) rend toute politique monétaire axée sur le réglage d'objectifs intermédiaires peu crédible.

Ce qui a conduit certains auteurs à penser que la meilleure solution consiste en définitive à fixer un objectif quantitatif d'inflation (SVENSSON, 1997-1998).

Dans ces conditions, la banque centrale indique, à l'avance, le taux d'inflation qu'elle vise et agit en conséquence sur le taux du marché monétaire. La poursuite de cibles quantitatives fixes présente deux types d'avantages : le gain en crédibilité des autorités monétaires en matière de politique monétaire, d'une part, l'indépendance accrue de la banque centrale, d'autre part.

La politique monétaire est l'ensemble des actions mises en œuvre par les autorités monétaire afin de procurer à l'économie la quantité de monnaie nécessaire à la poursuite de la croissance économique et à la réalisation du plein-emploi tout en préservant la stabilité de la valeur de la monnaie au niveau interne (le niveau général des prix) et au niveau externe (taux de change). De cette définition il est possible de faire ressortir trois points:

- La quantité de monnaie en circulation à un impact sur l'économie.
- Les objectifs de la politique monétaire sont finalement les objectifs des politiques économiques. Mais un ou plusieurs objectifs peuvent être privilégiés. Se pose alors la question du choix par la BCEAO de l'objectif à privilégier
- La BCEAO, afin d'atteindre l'objectif qu'elle s'est assignée, peut mettre en œuvre des actions.

Les perturbations survenues dans le système monétaire international et la montée des innovations financières entraînent des modifications importantes dans la méthode de gestion de la monnaie.

C'est ainsi que ce présent mémoire vise à analyser la situation de la politique monétaire menée dans le cadre de la zone UEMOA ainsi que ses répercussions sur l'activité économique. Cette analyse permettra d'identifier d'une part les règles d'intervention de la banque centrale dans l'économie et d'autre part de savoir si la politique monétaire menée par la BCEAO permet d'atteindre les objectifs qu'elle s'est fixée l'Union.

Notre mémoire est alors structuré de la manière suivante :

- Dans un premier temps nous présentons les objectifs et les instruments de politique monétaire de la BCEAO dans la première partie.
- Dans la deuxième partie la liquidité sera étudiée notamment la création monétaire de la BCEAO et les agrégats monétaire dans la zone UEMOA.
- En fin nous étudierons la répercussion des actions de la politique monétaire sur les autres secteurs de l'économie et limites de la politique monétaire dans la zone UEMOA fera l'objet de la dernière partie.

Chapitre 1 : Les objectifs et les instruments de la politique monétaire

Cette première partie de notre étude comprend essentiellement deux sections. La première section rappelle les objectifs assignés à la politique monétaire et la deuxième section expose les instruments qui en constituent les moyens d'action.

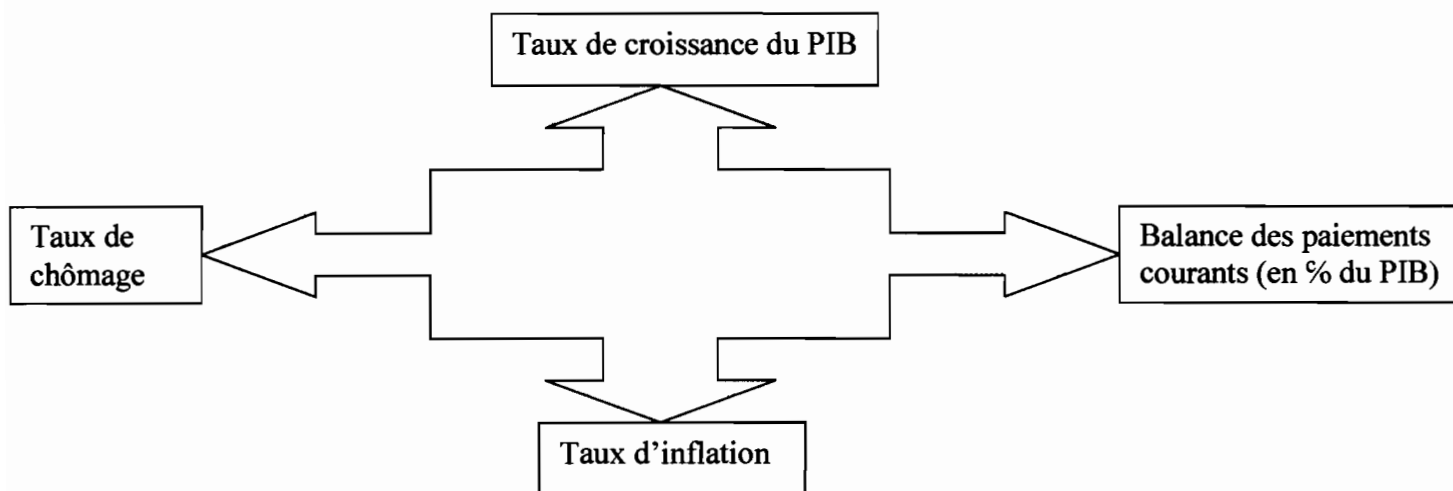
Section 1 : les objectifs de la politique monétaire

Il s'agit donc dans cette section de présenter les objectifs de la politique monétaire. Cette présentation se fera en deux parties : la première partie s'intéressera aux objectifs généraux ou finaux de la politique monétaire ainsi que les justifications économiques théoriques qui viennent les appuyer et la seconde partie analysera les objectifs intermédiaires de la politique monétaire.

A. Les objectifs généraux de la politique monétaire

Les objectifs de la politique monétaire sont ceux de toute politique économique (croissance économique, stabilité des prix, plein emploi et équilibre des échanges extérieurs).

La réalisation simultanée de ces quatre objectifs est représentée par ce qu'on a appelé le « carré magique » de l'économiste britannique N Kaldor (cf. figure 1)



Ce carré représente un idéal à atteindre, mais il peut exister des conflits d'objectifs. Par exemple, une politique de relance de la croissance, afin de parvenir à des créations d'emploi peut induire une hausse des prix, si l'offre de biens et services ne s'adapte pas instantanément à la demande. Par conséquent, les autorités peuvent privilégier un ou plusieurs objectifs.

C'est ainsi qu'il existe une controverse entre keynésiens et monétaristes pour déterminer si l'objectif le plus important de la politique monétaire est la croissance du revenu national ou la maîtrise de l'inflation. Pour les représentants du monétarisme, la seule cause de l'inflation est la hausse inconsiderée de la masse monétaire dans l'économie, dont l'évolution, supérieure à celle du revenu national, a pour conséquence immédiate la hausse des prix. Cet accroissement indu de la quantité de monnaie est néfaste pour la croissance parce qu'il oblige à lutter contre l'inflation en ralentissant l'activité économique. Pour les keynésiens, en revanche, la cause de l'inflation n'est pas nécessairement monétaire et une hausse importante de la quantité de monnaie ne produit pas automatiquement de l'inflation. Elle peut contribuer à créer du pouvoir d'achat supplémentaire dans une économie où les capacités de production sont en partie inemployées pour cause de chômage et de faible augmentation des revenus. Dans certains cas, la politique d'accroissement de la masse monétaire peut provoquer une stimulation de l'activité économique et être ainsi justifiée a posteriori, sans pour autant qu'une quelconque hausse des prix ne se manifeste. Keynes n'était pas un partisan inconditionnel de ce type de politique, mais il estimait que les variations de la masse monétaire et des taux d'intérêt n'étaient pas centrales pour expliquer les comportements des entrepreneurs, qui fondent en fait leurs choix d'investissement sur des anticipations sur l'activité économique et non sur le coût de l'investissement. La plupart des grandes banques centrales, aujourd'hui indépendantes des pouvoirs politiques privilégient une vision monétariste en s'assignant comme objectif principal la lutte contre l'inflation.

Ainsi, depuis le début des années 1990, plusieurs banques centrales (Banque du Canada, Banque d'Angleterre ...) ont explicitement opté pour un objectif d'inflation (Siklos, 1999). L'inflation est exprimée en termes de hausse des prix à la consommation, et la principale caractéristique d'un régime de ciblage d'inflation est le degré élevé de transparence et de responsabilité. En effet, les banques centrales ayant adopté un objectif d'inflation sont tenues de publier des relevés d'inflation et d'expliquer leur politique. Cette transparence représente en elle-même un engagement à minimiser la fonction de perte. L'indépendance des banques et l'inscription de l'objectif de stabilité des prix dans ses statuts permettent d'assurer sa crédibilité vis-à-vis des agents économiques. Celle-ci est à son tour nécessaire afin de stabiliser les anticipations d'inflation des agents, et donc, in fine, la hausse des prix.

Lorsque l'objectif d'inflation est le seul objectif de la banque centrale, on dit qu'on est dans un régime strict de ciblage d'inflation (strict inflation targeting).

La politique monétaire de la BCEAO a pour principal objectif de faire en sorte que l'économie dispose des liquidités nécessaires à son fonctionnement et à sa croissance tout en

contrôlant l'inflation. Elle s'était fixée essentiellement trois objectifs principaux, d'abord d'augmenter la croissance économique, ensuite de maîtriser l'inflation et enfin de défendre la valeur interne et externe de la monnaie. Conformément à l'article 12 du Traité de l'UEMOA, le Conseil des Ministres des Finances de l'Union « définit la politique monétaire et de crédit afin d'assurer la sauvegarde de la monnaie commune et de pourvoir au financement de l'activité et du développement économique des États de l'Union ». Cependant depuis les années 1980 on a assisté à un recentrage de la politique monétaire sur le seul objectif de stabilité des prix. La stabilité des prix doit être maintenue sur le moyen terme, ce qui permet à la BCEAO de tenir compte d'une possible forte volatilité des prix à court terme.

La justification économique de l'objectif de la stabilité des prix

Une modification de la quantité de monnaie présente dans l'économie se traduit par un changement du niveau général des prix et n'induit pas de modifications permanentes de variables réelles telles que la production ou le chômage. Une variation de la quantité de monnaie en circulation représente donc, en fin de compte, une modification de l'unité de compte qui laisse toutes les autres variables inchangées. Ce principe général de neutralité à long terme de la monnaie implique qu'à long terme la banque centrale ne peut pas influencer la croissance économique. A long terme, le revenu réel est essentiellement déterminé par des facteurs réels (hypothèse de dichotomie sur le long terme.) En conséquence, l'inflation est perçue comme étant fondamentalement un phénomène monétaire (vision classique de la monnaie).

Or l'inflation a un coût. En effet, la stabilité des prix permet à la population d'identifier plus facilement les changements des prix relatifs, étant donné qu'ils ne sont pas masqués par des fluctuations du niveau global des prix. Par conséquent, les entreprises et les consommateurs n'interprètent pas les modifications du niveau général des prix de manière erronée et ils peuvent prendre des décisions de consommation et d'investissements mieux fondés (c'est la transparence des prix relatifs.) En aidant le marché à orienter les ressources vers leur utilisation la plus productive, la stabilité des prix accroît le bien être des ménages et donc le potentiel productif de l'économie. De plus, si les créanciers sont assurés que les prix demeureront stables à l'avenir, ils n'exigeront pas une prime de risque liée à l'inflation. En réduisant la part de la prime de risque dans le taux d'intérêt réel, la crédibilité de la politique monétaire contribue à une allocation efficace des ressources par les marchés des capitaux et stimule l'investissement ce qui favorise par la suite la prospérité économique.

Si le maintien de la stabilité des prix est crédible, il est moins probable que les agents économiques détournent les ressources des emplois productifs pour se prémunir contre l'inflation. La crédibilité du respect de la cible d'inflation permet ainsi d'éviter les opérations de couvertures inutiles. De plus, l'inflation est comme un impôt sur la détention d'espèces. Elle réduit donc la demande d'espèce et génère par conséquent des coûts de transaction élevés. Enfin, le maintien de la stabilité des prix permet d'éviter l'important phénomène de redistribution arbitraire de la richesse et des revenus.

Ainsi, dans cette optique, non seulement l'inflation ne permet pas d'agir positivement sur le niveau des variables réelles de l'économie, mais elle a aussi des coûts non négligeables.

Maintenir une certaine stabilité des prix ne peut donc que contribuer à accroître la prospérité et le potentiel de croissance d'une économie. Ainsi il est apparu logique de faire de la stabilité des prix l'objectif principal de la politique monétaire.

B. Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire

Les statuts de la BCEAO précisent, par ailleurs, des objectifs intermédiaires de la politique monétaire. Ainsi, l'article 51 stipule que, au cours de toute période de trois mois consécutifs, le rapport entre le montant moyen des avoirs extérieurs de la Banque et le montant moyen de ses engagements à vue (billets en circulation et dépôts des banques, des États et autres organismes dans les livres de la Banque) doit être supérieur à 20 %. Dans le cas contraire, le Conseil d'administration de la BCEAO doit prendre toutes les dispositions appropriées pour rétablir ce rapport au niveau du seuil statutaire.

Afin d'atteindre l'objectif de la stabilité des prix en matière de politique monétaire, les autorités de la BCEAO définissent des objectifs intermédiaires. Elles les définissent parce qu'il leur est impossible d'agir directement sur l'objectif final c'est-à-dire la stabilité des prix. Les objectifs intermédiaires représentent une interface entre l'objectif final de la stabilité des prix et les instruments de la politique monétaire.

Les objectifs intermédiaires sont donc les variables monétaires à travers lesquelles les autorités monétaires cherchent à atteindre les objectifs finals. On peut citer le taux de croissance de l'agrégat M2, le niveau des taux d'intérêt et le taux de change.

Les objectifs intermédiaires ou objectifs de moyen terme ont la triple qualité d'être contrôlables, mesurables par les Instituts d'Emission, et d'avoir un impact prévisible sur les évolutions de la stabilité des prix.

- Ce sont des variables sur lesquels les autorités monétaires peuvent agir à l'aide des instruments dont elles disposent. Ce sont donc des variables qu'elles sont susceptibles de contrôler. Rien ne servirait en effet de définir des objectifs intermédiaires sur lesquels les autorités monétaires ne pourraient agir.
- Ce sont des variables mesurables rapidement permettant ainsi d'évaluer les résultats de la politique menée par la BCEAO et éventuellement de la réajuster.
- Ce sont des variables dont on suppose qu'elles sont censées permettre la réalisation de l'objectif de la stabilité des prix. En effet, rien ne sert de définir des objectifs intermédiaires afin d'atteindre l'objectif final si aucune relation n'existe entre ces deux catégories d'objectifs.

En politique monétaire, le rythme de croissance de la quantité de monnaie, le niveau des taux d'intérêts et le niveau du taux de change constituent les principaux objectifs intermédiaires.

a) Le rythme de la croissance de la quantité de monnaie

Les autorités monétaires surveillent les agrégats monétaires. La surveillance des agrégats peut être insuffisante. En effet, la capacité transactionnelle de la monnaie est aussi conditionnée par sa vitesse de circulation sauf à supposer que cette vitesse est stable.

La surveillance du rythme de croissance des agrégats monétaire

Un rythme de croissance des agrégats monétaires constitue un bon objectif intermédiaire dès lors que les autorités monétaires peuvent influencer à l'aide des instruments dont elles disposent (taux de refinancement, réserves obligatoires, etc....).

Mais pour être de bons objectifs intermédiaires, les agrégats monétaires doivent être revus régulièrement. En effet, il est nécessaire de pouvoir les calculer facilement et donc de les délimiter de façon très précise les actifs qui peuvent ou non être transformé rapidement en moyen de paiement, c'est-à-dire ceux qui peuvent être considérés comme des actifs monétaires et ceux qui ne le sont pas. Rien ne sert de contrôler un agrégat si, par le biais de substitution d'actifs, les agents arbitrent rapidement des actifs inclus dans ces agrégats et d'autres qui ne le sont pas. Rien ne sert non plus de contrôler un agrégat si, suite à un processus d'innovation financier, les agents achètent de nouveaux titres non inclus dans les agrégats monétaires mais qui sont très facilement transformables en moyens de paiement.

Par ailleurs, on peut estimer que leur liaison avec l'objectif final est assez forte. Ainsi, si les autorités monétaires décident de suivre le rythme de progression d'un agrégat monétaire (aujourd'hui M2) c'est parce qu'elles supposent qu'elle a pour but, en dernier ressort, l'acquisition de biens et services. Dès lors, tout accroissement de la quantité de monnaie en

circulation induira une augmentation de la demande de biens et services. Si la demande de biens et services excèdent l'offre, alors peuvent survenir certains déséquilibres. En effet, dans la mesure où l'offre des biens et services n'est pas parfaitement élastique (elle ne s'adapte pas instantanément à la demande), l'excès de demande de biens et services peut se traduire par une inflation et/ou une augmentation des importations (la demande s'adresse à des producteurs étrangers) et donc un déséquilibre des règlements avec l'étranger.

Inversement, la production de biens et services ne peut se développer que si la quantité de monnaie en circulation s'accroît parallèlement. En effet, si cette dernière (qui conditionne la demande de biens et services) est insuffisante, un certain nombre de déséquilibres peuvent survenir. Une insuffisance de la demande peut décourager les producteurs, qui voient leurs ventes et leurs bénéfices diminuer. Par conséquent, les investissements peuvent chuter. De plus, les entreprises peuvent être conduites à réduire la quantité de travail dont elles ont besoin, et ainsi à diminuer leurs effectifs. Le chômage apparaît alors. De ce fait, elles distribuent moins de salaires. La demande s'en trouvera encore affaiblie. Il est donc nécessaire que le rythme de progression de la quantité de monnaie en circulation permette à l'offre de trouver des débouchés.

Une croissance équilibrée de l'économie exige donc que la quantité de monnaie en circulation ne soit ni trop importante, ni insuffisante. C'est pourquoi la politique monétaire vise à contrôler les agrégats monétaires.

Toutefois, cette liaison entre agrégats monétaires et demande de biens et services dépend aussi de la vitesse de circulation de la monnaie. En effet, la capacité transactionnelle des agents économiques (leur capacité à acheter des biens avec la monnaie dont ils disposent) dépend aussi de cette vitesse. Ainsi pour compléter leur surveillance des agrégats monétaires, les autorités monétaires peuvent surveiller la vitesse de circulation de la monnaie.

La stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie

La connaissance de la quantité de monnaie en circulation constitue une donnée insuffisante dans la mesure où une unité monétaire peut être utilisée plusieurs fois.

La question des déterminants de la vitesse de circulation de la monnaie et de son éventuelle stabilité renvoie aux débats sur la demande de monnaie. Pour Fisher et, plus récemment, pour les monétaristes, la demande de monnaie de même que la vitesse de circulation est stable. Par conséquent, il existe une relation prévisible entre la quantité de monnaie en circulation et le PIB, d'où la définition d'un rythme de croissance d'un agrégat monétaire comme objectif intermédiaire de la politique monétaire. Pour les keynésiens en revanche, dès lors que la vitesse de circulation de la monnaie est instable, la liaison entre quantité de monnaie et PIB ne

peut être prévue. Ainsi, si la stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie n'est pas avérée, alors le contrôle des agrégats monétaires est insuffisant. En effet, une augmentation d'un agrégat monétaire peut être compensée par une diminution de la vitesse de circulation de la monnaie et inversement, une diminution d'un agrégat monétaire peut être compensée par un accroissement de cette vitesse.

b) Le niveau des taux d'intérêt

Il existe de nombreux taux d'intérêt parmi lesquels on distingue les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés ou les taux pratiqués par les institutions financières.

Sur les marchés on distingue les taux d'intérêt à court terme (sur le marché monétaire) ou à long terme (sur le marché financier). Sur le marché monétaire, les taux s'établissent en fonction des capitaux empruntés. Sur le marché financier, les principaux taux sont respectivement le taux du marché obligataire qui fournit le rendement des obligations et celui du marché hypothécaire qui représente le rendement des obligations des titres représentant des créances sur l'habitat d'une durée supérieure à 10 ans.

Les taux d'intérêt peuvent constituer un bon objectif intermédiaire dans la mesure où ils sont facilement mesurables. Par ailleurs, si les autorités monétaires ne peuvent intervenir directement sur ces taux, elles peuvent, en revanche, se fixer comme objectif intermédiaire un certain niveau de ces taux et agir sur eux indirectement au travers des taux de refinancement, c'est-à-dire des taux auxquels les banques obtiennent de la monnaie centrale.

Enfin, le niveau des taux d'intérêt de même que l'évolution de ces taux influencent le comportement des agents économiques. Par exemple, si les taux d'intérêt sont élevés, ils favorisent les placements financiers et l'épargne au détriment de l'investissement et la consommation et donc de la demande de biens et services. L'objectif final est de lutter contre l'inflation, les autorités monétaires peuvent se fixer comme objectif intermédiaire de relever les taux d'intérêt de façon à réduire la demande de biens et services.

c) Le taux de change

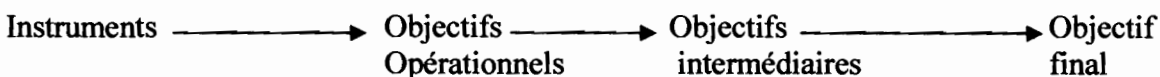
Le taux de change exprime la valeur de la monnaie nationale par rapport à une monnaie étrangère. Dans une économie qui effectue de nombreux échanges avec l'étranger, le niveau du taux de change peut être retenu comme objectif intermédiaire. Il présente en effet les qualités requises pour être un bon objectif intermédiaire: il est mesurable, facilement influençable par les autorités monétaires à l'aide des instruments dont elles disposent et enfin, sa liaison avec l'objectif final de la stabilité des prix est assez forte.

Ainsi, si les autorités monétaires décident de baisser les taux auxquels elles refinancent les banques, cette baisse va générer une baisse des différents taux d'intérêt. Les capitaux sont alors moins bien rémunérés dans le pays : ils vont aller se placer là où les taux sont relativement plus importants, c'est-à-dire à l'étranger. Ces mouvements de capitaux se traduisent alors par une vente de la monnaie nationale et par une baisse de la valeur externe de la monnaie, c'est-à-dire, une baisse du taux de change. Cette baisse du taux de change va engendrer une compétitivité accrue des entreprises nationales dont les prix en monnaie étrangère auront baissé, ce qui peut se traduire par une augmentation des exportations, source de croissance. Mais cette baisse du taux de change va aussi générer une hausse des prix des produits importés dans le pays, ce qui, si le montant des importations ne peut être réduit dans cette économie, peut se traduire par une hausse des prix par effet de contagion.

Remarque :

Pour atteindre ces objectifs intermédiaires, les autorités monétaires peuvent agir sur des objectifs opérationnels. Les objectifs opérationnels sont ceux sur lesquels la Banque Centrale agit au quotidien afin d'atteindre les objectifs intermédiaires et finals. Il s'agit, par exemple, du taux de réescompte, taux du marché de la monnaie centrale etc.

Pour ce faire elles disposent de certains instruments qui vont agir sur les objectifs finals au travers au travers de différents canaux. On a donc la séquence suivante :



Section2 : les instruments de la politique monétaire

Pour atteindre l'objectif de stabilité des prix (objectif final) et les objectifs intermédiaires qu'elle s'est fixée, la BCEAO a recours à différents instruments. Ces instruments sont des procédés d'action sur les variables monétaires. Les instruments de la politique monétaire sont les outils dont dispose la banque centrale pour orienter le niveau des agrégats monétaires ou des taux d'intérêt (objectifs intermédiaires), afin d'influencer l'évolution des prix ou de l'activité économique. On distingue traditionnellement les instruments directs et les instruments indirects.

Les instruments directs font référence aux règles établies par l'Autorité monétaire, qui affectent directement les taux d'intérêt ou le volume du crédit (plafonds sur les taux d'intérêt nominaux, contrôles quantitatifs et/ou allocation sélective du crédit. Cette politique consistant

à imposer des restrictions sur l'activité des banques commerciales, tout en maintenant les taux réels faibles, a été désignée sous le terme de répression financière (McKinnon, 1973). Elle a le plus souvent généré des inefficacités sévères, entravant le développement de l'intermédiation financière et, partant, celui de l'investissement et de l'épargne

Les instruments indirects se rapportent aux opérations d'open market, aux facilités de refinancement et de réescompte de la banque centrale ainsi qu'au réserves obligatoires. Ils sont censés affecter l'ensemble des conditions monétaires et de crédit par l'intermédiaire des variations de l'offre et de la demande de liquidités. Leur utilisation confère une plus grande flexibilité à la conduite de la politique monétaire. Ce mode de régulation est appliqué par les banques centrales des principaux pays industrialisés et s'étend de plus en plus dans les pays en développement.

Les instruments de la politique monétaire dans l'UEMOA

Au cours des dernières décennies la BCEAO a fait ressortir un changement radical d'orientation induit principalement par la nécessité d'adaptation des instruments utilisés au contexte interne et externe des Etats. En effet, les procédures administratives et directes de régulation monétaire consacrées par la réforme de 1975 à travers l'encadrement du crédit, l'administration et la différenciation des taux d'intérêt (TEP et TEN) ainsi que la politique sélective du crédit (dispositif des autorisations préalables), se sont révélées inadaptées et inefficaces au fil du temps. En conséquence, il est apparu opportun de mettre en place de nouvelles règles de gestion monétaire s'appuyant essentiellement sur des instruments de régulation indirecte plus compatibles avec la libéralisation accrue des économies et une complexité des mécanismes financiers.

Le nouveau dispositif de gestion monétaire, en vigueur au sein de l'UEMOA, est entré en application à partir de 1989. Il a été renforcé en 1993 puis en 1996, toujours dans le but d'assurer la stabilité économique et monétaire, facteur d'une croissance équilibrée, forte et durable.

Ce dispositif s'appuie sur des instruments indirects, consacrant l'abandon des mécanismes administratifs de régulation, au profit de moyens plus souples et incitatifs, à savoir :

- une politique dynamique de taux d'intérêt, appuyée d'une libéralisation des conditions de banque ;
- un système de réserves obligatoires ;
- un marché monétaire rénové ;
- un régime d'accords de classement.

Le processus de libéralisation des conditions de financement de l'économie a en outre conduit à une refonte du dispositif de financement de la campagne agricole et des conditions de refinancement des concours concernés. Enfin, la mise en œuvre de ces réformes s'est accompagnée d'un renforcement de la surveillance bancaire, corollaire de la libéralisation accrue de l'activité bancaire.

Les principaux instruments utilisés sont la politique des taux d'intérêt et le système des réserves obligatoires. Au demeurant, il convient de souligner que le cadre de suivi de la mise en œuvre de la politique monétaire au sein de l'Union repose sur les programmes monétaires annuels. Ces programmes assurent l'adéquation entre l'évolution attendue des crédits intérieurs (objectifs intermédiaires) et les objectifs d'inflation et d'avoirs extérieurs arrêtés par les Autorités monétaires.

1. La politique des taux d'intérêt

La politique de taux d'intérêt, instrument central de la politique monétaire de la BCEAO, vise à assurer une stabilité interne et externe de la monnaie, la mobilisation de l'épargne ainsi que son recyclage optimal au sein de l'Union, en vue de circonscrire la monnaie centrale dans son rôle de ressource d'appoint

La politique des taux d'intérêt mise en œuvre par la Banque Centrale a enregistré des évolutions significatives, en fonction du cadre et des objectifs de la politique de la monnaie et du crédit qui les ont sous-tendues. Avant 1975, le souci de financer l'économie à faible coût a conduit à l'institution d'une politique de taux d'intérêt peu active, basée sur des limites individuelles et plafonds de réescompte relativement rigides. Cette politique n'a influé que de façon marginale sur l'allocation des ressources, favorisant une forte concentration des financements bancaires sur les activités commerciales, au détriment des secteurs productifs. Par ailleurs, l'évolution à la hausse des taux d'intérêt au plan international a été à l'origine de sorties importantes de capitaux et d'un recours soutenu des banques locales aux ressources monétaires, en partie dans le but d'effectuer des placements à l'étranger.

Ces facteurs, conjugués à la faiblesse de l'épargne mobilisée au sein de l'Union et aux pressions importantes sur l'émission monétaire qui en ont découlé, ont amené à la réforme de la politique de la monnaie intervenue en 1975. Celle-ci visait en particulier à assurer un financement plus optimal du développement, un maintien et une meilleure utilisation des ressources à l'intérieur de l'UMOA, notamment par l'instauration d'un marché monétaire et d'un système de taux d'intérêt indexés sur les taux en vigueur sur le marché international des capitaux, en particulier sur les taux français.

Ces nouvelles orientations ont conduit à la différenciation des taux directeurs de la Banque Centrale. Ainsi, s'agissant des conditions débitrices des banques, deux niveaux de rémunération ont été institués, indexés d'une part au Taux d'Escompte Préférentiel (T.E.P.) pour les crédits aux secteurs prioritaires et aux PME et, d'autre part, au Taux d'Escompte

Normal (T.E.N.) pour les autres formes de concours, avec des minima et des maxima réglementaires. En ce qui concerne les établissements financiers, le maximum autorisé correspondait au taux de l'usure, défini comme étant le taux excédant de deux tiers le maximum arrêté pour les banques.

A compter d'octobre 1989, la BCEAO a initié un processus de libéralisation de la politique des taux d'intérêt, consacré par la suppression de la dualité TEP/TEN et l'instauration, en lieu et place, d'un taux d'escompte unique (TES) servant également de référence à la détermination du plafond applicable par les banques. Celui-ci correspond au TES majoré de 5 points.

Ce mouvement a été poursuivi en octobre 1993, avec la rénovation du marché monétaire et l'institution d'un taux de prise en pension, intermédiaire entre le taux du marché monétaire et le taux d'escompte dont le rôle de taux de dernier ressort a été renforcé.

La réforme a en outre conduit à une dérégulation des conditions applicables par les banques à leur clientèle. A compter de cette date, les conditions débitrices de l'ensemble des établissements de crédit sont en effet fixées librement entre les parties, sous réserve du respect de la loi sur l'usure. Celle-ci prévoyait que le coût effectif du crédit, frais, commissions et rémunérations de toute nature compris, ne pouvait excéder le double du taux d'escompte de la BCEAO. A compter de juillet 1997, le taux de l'usure a été fixé à 18 % l'an pour les banques et à 27 % l'an pour les établissements financiers par le Conseil des Ministres de l'UMOA, désormais compétent en cette matière.

Afin de permettre un développement de la concurrence et une plus grande transparence dans la facturation du coût du crédit, le dispositif consacre l'abandon de toutes les formes d'entente ou de protocole interbancaire et prévoit l'obligation d'une large publicité des conditions appliquées à la clientèle. Outre la publication du taux de l'usure par le Ministère des Finances, les établissements de crédit sont tenus de publier dans un journal d'annonces légales et d'afficher à leurs guichets, les conditions minimales et maximales qu'ils appliquent à leur clientèle ainsi que leur taux de base. Le taux de base est propre à chaque établissement et il doit évoluer en fonction du coût des ressources, sans aucune référence aux taux directeurs de la BCEAO.

La politique du taux d'intérêt est conduite à travers la politique d'open-market sur le marché monétaire rénové, les interventions de la banque centrale sur ses guichets permanents de refinancement et la libéralisation des conditions de banque. La politique d'open-market s'exerce sur le marché monétaire et le marché interbancaire.

Le marché monétaire est le lieu privilégié de recyclage des trésoreries bancaires et de la gestion des interventions de la Banque Centrale. Réformé en 1993 et en 1996 pour renforcer l'efficacité de la politique des taux d'intérêt et instaurer une plus grande concurrence entre les participants pour l'accès aux ressources monétaires, il fonctionne selon une procédure d'adjudications dites à la hollandaise. La forme des interventions (reprise ou injection de liquidités) et les montants mis en adjudication sont déterminés en fonction de l'évolution prévisible de la liquidité bancaire et de son impact sur les taux d'intérêt à court terme.

Le marché interbancaire est un compartiment où les banques, à l'échelle de l'UEMOA peuvent compenser leurs déficits et excédents respectifs de trésorerie en s'octroyant des prêts à un jour ou à terme.

La BCEAO peut dans le cas de sa politique d'open market, intervenir sur ce marché de manière discrétionnaire aux conditions de taux d'intérêt résultant du profil des transactions.

Par ailleurs, la condition nécessaire à la mise en oeuvre de la politique d'open market étant l'existence d'un gisement suffisant de titres, il a été créé un marché des émissions de Titres de Créance Négociables (TCN) constitués notamment des billets de trésorerie, de certificats de dépôt, de bons du Trésor et de bons des établissements financiers et des institutions financières.

En outre la BCEAO peut, à l'initiative des établissements de crédit, fournir des liquidités au système bancaire sur ses guichets traditionnels de réescompte et de pension, au cas où les besoins de trésorerie n'ont pas été satisfaits sur le marché monétaire. Les taux pratiqués pour ces opérations sont constitués des taux directeurs de la BCEAO en l'occurrence le Taux d'escompte (4, 75%) et le taux de pension (4, 25%).

Enfin la politique des taux d'intérêt s'est accompagnée de la libéralisation des conditions de banque consacrée par la suppression de plusieurs taux créditeurs planchers et le dé plafonnement des conditions débitrices de banque. Les taux débiteurs applicables à la clientèle sont libres et fixés d'accord parties, sous réserve qu'ils n'excèdent pas, tous frais commissions et rémunérations de toute nature compris, le taux légal de l'usure, actuellement fixé à 18% pour les banques et 27% pour les autres agents économiques.

En donnant ainsi une plus grande marge de manoeuvre aux établissements de crédit dans la détermination de leurs coûts et prix, la libéralisation vise à promouvoir la concurrence au sein du système bancaire tout en favorisant la création de nouveaux produits et services financiers. Dans les conditions normales de fonctionnement du marché des capitaux, les banques sont appelées, en toute indépendance, à répercuter sur les conditions applicables à la clientèle, les signaux donnés par l'Institut d'émission en matière de taux d'intérêt. Cette situation est bien

illustrée dans la zone euro, où toute annonce ou décision de modification des taux directeurs de la Banque Centrale européenne est systématiquement intégrée par des marchés.

Dans l'UMOA, force est de constater que la réalité actuelle du marché est loin de ce cas de figure. En effet, en raison de la structure encore embryonnaire du marché des capitaux et de la faiblesse de l'intermédiation perceptible au faible taux de bancarisation, les mécanismes de transmission desdits signaux demeurent encore limités. Le développement du marché interbancaire devrait à cet égard permettre d'améliorer le processus de transmission. Dans cette attente, le système des réserves obligatoires est utilisé comme palliatif permettant de corriger l'action encore limitée des taux d'intérêt.

2. Les réserves obligatoires

Prevu par les statuts de la Banque Centrale et les Directives de la 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 vigueur à compter du 1er octobre 1993.

Le système des réserves obligatoires est un instrument de contrôle quantitatif de la liquidité, appliqué dans l'UEMOA depuis octobre 1993.

Son maniement permet de réduire ou d'accroître la capacité de distribution de crédit du système bancaire, en contraignant les établissements de crédit assujettis à détenir, sous forme de monnaie centrale, une fraction des éléments inscrits à l'actif et/ou au passif de leur bilan.

Outre cette préoccupation essentielle, les réserves obligatoires contribuent à titre accessoire à :

- renforcer l'efficacité de la politique des taux d'intérêt en exerçant, en cas de besoin, une pression sur la liquidité, de manière à renforcer la sensibilité des établissements de crédit à l'évolution des taux directeurs de la Banque Centrale.
- orienter la structure de l'épargne et du crédit.

Toutes les banques et tous les établissements de financement de vente à crédit ainsi que les établissements financiers distributeurs de crédit, autorisés à recevoir des dépôts du public, sont assujettis à la constitution de réserves obligatoires auprès de la Banque Centrale.

L'assiette des réserves, uniforme pour l'ensemble des pays de l'Union, peut évoluer en fonction des impératifs de la politique monétaire. Pour les banques et les établissements financiers distributeurs de crédit, recevant des dépôts, l'assiette, constituée à l'origine des dépôts à vue et des crédits ordinaires à court terme, a été élargie aux crédits de campagne et aux créances brutes détenues sur l'extérieur.

Pour les établissements de financement de vente à crédit, l'assiette est composée de l'encours des crédits à l'économie, net des emprunts contractés auprès des banques.

Comme c'est le cas actuellement, les coefficients peuvent être différenciés selon les Etats en fonction de l'évolution de la conjoncture et des indicateurs monétaires et de crédit des pays. En effet Depuis le 16 juin 2005, les coefficients se situent entre 15% au Bénin, 7% au Burkina, 5% en Côte d'Ivoire, 9% au Mali, au Niger, et au Sénégal et 3% en Guinée-Bissau et au Togo. Pour les établissements de financement de vente à crédit, le coefficient applicable est demeuré à 5% depuis le démarrage.

Le montant des réserves à constituer est déterminé chaque mois pour les banques et chaque trimestre pour les établissements financiers.

Les réserves sont constituées par les banques sur une période mensuelle et sur la base du trimestre par les établissements financiers, à partir de leurs dépôts en comptes courants ordinaires dans les livres de la BCEAO et de leurs comptes titres assortis de la garantie de rachat de la BCEAO.

Il n'est pas fait obligation aux établissements assujettis de disposer en permanence du montant exigé, la constitution des réserves étant appréciée sur la base du solde moyen de chaque établissement. Les établissements n'ayant pas pu disposer du minimum sont frappés d'une pénalité calculée au taux d'escompte

Chapitre 2 : la création monétaire et les agrégats monétaires

Le deuxième chapitre de notre mémoire étudie la création monétaire et les agrégats monétaires dans la zone UEMOA. Les deux premières sections décrivent successivement la création monétaire par la banque centrale et celle des banques commerciales ou banque de second rang. Et la dernière section fera l'objet d'étude des agrégats monétaires au sein l'UEMOA. Le système bancaire est structuré en trois niveaux hiérarchiques.

- Au premier rang, se trouve la banque centrale qui constitue en quelque sorte la banque des banques et qui est l'institut d'émission de la monnaie fiduciaire ;
- Au second rang se trouvent les banques commerciales qui créent chacune une monnaie scripturale ;
- Les agents non financiers se trouvent au troisième rang et n'entretiennent de relations directes qu'avec la banque de second rang de leurs choix.

Parmi ces trois catégories d'agents, seules les banques disposent du pouvoir de créer de la monnaie, c'est-à-dire de transformer des créances en moyens de paiement.

La création monétaire consiste en la transformation de créances (créances sur l'économie, créances sur l'étranger et créances sur le Trésor Public) détenues par les banques sur les agents non financiers en moyens de paiement directement utilisables pour effectuer des transactions.

Section 1 : la création monétaire par la Banque Centrale

La Banque centrale ne crée pas réellement de la monnaie que par les avances directes qu'elle consent au Trésor. Dans la zone UEMOA la liaison entre la Banque centrale et les Etats est éliminée c'est la cause pour laquelle ils se refinancent indirectement à travers les banques commerciales .En effet on note dans la zone UEMOA que la principale source de financement des Etats ne consistait pas en des prêts directs de la banque centrale aux gouvernements, mais en un financement indirect à travers le refinancement des crédits. La Côte d'Ivoire et le Sénégal ont contourné les règles prohibant la monétisation des déficits en se finançant massivement auprès des banques commerciales et des banques de développement, qui se faisaient refinancer à leur tour par la BCEAO à des taux concessionnels. Jusqu'en 1990, la BCEAO avait l'obligation légale de refinancer les prêts à court terme octroyés aux agriculteurs par les banques de second rang à des taux concessionnels. Le montant de ces prêts n'était pas plafonné. Depuis, il l'est, et le volume des prêts n'est passé en dessous de la limite fixée qu'à partir de la seconde moitié de 1991.

Le financement monétaire des Trésors nationaux exerce des pressions sur la monnaie et le crédit, pouvant ainsi conduire à des effets indésirables sur la situation des paiements extérieurs et à une réduction des possibilités d'accès des banques aux refinancements de l'Institut d'émission.

Il a paru donc important d'assurer une maîtrise des concours monétaires aux Trésors nationaux. Pour ce faire, trois principales dispositions ont été retenues :

- l'indexation des taux applicables à ces financements sur les conditions du marché monétaire, l'objectif étant d'inciter les Etats à recourir de plus en plus à la mobilisation de ressources financières, de préférence aux facilités monétaires ;
- la limitation de l'utilisation des concours monétaires aux Trésors, en fonction des autres sources disponibles de financement des opérations de l'Etat, tout en contenant cette utilisation dans le plafond statutaire déterminé sur la base des dernières recettes fiscales nationales constatées ;

- le renforcement de la coordination des politiques budgétaires et monétaire, grâce à l'instauration d'une concertation permanente et étroite entre les gestionnaires de ces politiques et d'une façon plus générale à la coordination graduelle de l'ensemble des politiques économiques des Etats membres de l'Union.

C'est en prenant conscience qu'une politique monétaire, pour garder toute son efficacité, doit constamment s'adapter aux exigences et contraintes nées des mutations de l'environnement intérieur et extérieur, que les Autorités monétaires de l'Union ont apporté les aménagements dont l'essentiel a été ci-dessus développé.

Ces réaménagements traduisent une nouvelle approche du rôle de la monnaie dans la réalisation des objectifs de la politique économique et de développement des Etats membres.

Cependant, la Banque centrale émet deux sortes de monnaie indispensables au processus de création monétaire : les billets de banque et la monnaie scripturale constituée par les soldes créditeurs des comptes des banques commerciales et du Trésor dans sa comptabilité.

La Banque centrale crée cependant de la monnaie à l'occasion de deux types d'opération :

- lorsque les banques de second rang ont besoin de monnaie centrale
- lorsque la Banque centrale acquiert des devises. Un excédent de la balance commerciale, qui est associée à une entrée nette de devises, se traduit par une création monétaire. A l'inverse, un déficit commercial doit se traduire par une sortie nette de devises c'est-à-dire une destruction de monnaie.

Section 2 : La création monétaire des banques de second rang

La création monétaire de la part des banques commerciales intervient dans trois cas :

- lors d'un octroi de crédit aux agents économiques non financiers titulaires d'un compte à vue dans les banques, les banques détiennent alors une créance sur les agents non économiques non financiers,
- lors d'une acquisition de titres du trésor public, les banques détiennent alors une créance sur l'Etat,
- lors d'une acquisition de devises auprès des agents économiques non financiers, en contrepartie, les banques détiennent une créance sur l'étranger.

Toutes ces modalités de création monétaire constituent les sources de la création monétaire accroissant ainsi la quantité de monnaie détenue par les agents non financiers. Il existe deux sources de la création monétaire :

- une source interne, qui correspond au crédit intérieur (les crédits à l'économie, c'est-à-dire les prêts accordés aux ménages et aux entreprises, et les crédits à l'Etat) ;

- une source extérieure, qui correspond à un endettement des non résidents ; ce sont les créances sur l'extérieur.

Dans la zone UEMOA, la quantité de monnaie détenue par les agents économiques non financiers est mesurée par la masse monétaire (M2 qui est le principal agrégat monétaire).

Cette masse monétaire s'accroît lorsque les sources de la création monétaire, c'est-à-dire les opérations qui conduisent à une création de monnaie, ce qu'on appelle les contreparties de la masse monétaire, augmentent.

Les sources de la création monétaire: les contreparties de la masse monétaire.

En 2006, Les contreparties de la masse monétaire ont progressé de 17,8 % au titre des avoirs extérieurs nets et de 10 % au titre des crédits à l'économie. La position nette débitrice des gouvernements s'est sensiblement améliorée. Le poste « Autres éléments » correspond aux éléments non monétaires qui figurent dans la situation nette de la Banque centrale et des banques commerciales, et son évolution n'appelle pas de commentaires particuliers.

Évolution par État des principales contreparties de la masse monétaire (en milliards de francs CFA)

	Bénin	Burkina	Côte d'Ivoire	Guinée-Bissau	Mali	Niger	Sénégal	Togo	Services Centraux	Total
Avoirs extérieurs nets										
2003	390,1	331,0	434,8	13,7	423,2	61,3	550,8	72,1	784,0	3 061,0
2004	329,0	274,1	641,9	32,5	367,5	60,4	670,3	145,0	664,4	3 185,2
2005	375,7	170,2	704,0	36,7	425,9	71,6	657,8	135,81	717,9	3 295,7
2006	520,2	220,1	821,8	43,2	524,0	155,5	779,5	204,1	615,4	3 884,7
Position nette des Gouvernements										
2003	- 96,5	28,9	408,3	15,1	- 74,9	63,3	64,2	16,8	315,1	740,4
2004	- 98,8	3,4	343,7	9,7	- 59,7	85,3	24,1	7,2	391,0	705,9
2005	- 95,6	9,0	379,3	12,4	- 28,4	70,6	- 35,6	3,2	401,3	716,3
2006	- 160,8	-30,2	345,3	10,4	- 128,2	- 7,9	11,1	2,6	443,3	485,8
Crédits à l'économie										
2003	293,8	340,9	1 093,0	2,7	482,8	83,0	784,6	167,0	0,0 3	247,8
2004	312,1	381,9	1 174,0	2,3	515,5	101,1	856,9	174,4	0,0 3	518,1
2005	375,1	475,3	1 189,4	3,4	482,2	121,2	1 067,0	195,3	0,0 3	908,8
2006	415,8	542,4	1 290,1	6,3	575,2	159,6	1 111,3	196,4	0,0 4	297,2
Autres éléments										
2003	- 32,8	- 27,5	- 167,6	- 1,0	- 44,9	- 13,5	- 119,0	4,2	- 994,4	- 1 396,6
2004	- 39,5	- 35,2	- 222,4	- 1,0	- 56,2	- 13,5	- 105,4	- 19,1	- 937,2	- 1 429,4
2005	- 39,8	- 53,5	- 191,7	0,0	- 22,9	- 14,8	- 124,2	- 20,7	- 1 018,5	- 1 486,2
2006	- 49,2	- 71,6	- 162	- 4,0	- 39,0	- 18,2	- 150,7	- 18,2	- 992,7	- 1 496,6
Total										
2003	554,6	673,3	1 768,5	30,5	786,2	194,1	1 280,6	260,2	104,7	5 652,6
2004	502,7	624,3	1 937,2	43,5	767,2	233,3	1 445,8	307,5	118,3	5 979,8
2005	613,5	598,0	2 081,0	52,8	841,9	248,6	1 565,3	313,6	99,3	6 434,6
2006	726,0	661,6	2 294,8	55,5	932,0	289,1	1 751,2	385,0	76,0	7 170,8

Source : BCEAO.

Après avoir présenté les modalités de la création monétaire et les contreparties de la création monétaire nous allons présenter quelques limites de la création monétaires.

Les limites de la création monétaire

Parmi les limites de la création monétaire nous avons :

- **L'existence de fuites** : Le public va effectuer sur ses dépôts un certain nombre de ponctions car il a sa disposition, pour assurer ses règlements, d'autres monnaies que la seule monnaie scripturale. On parle de "fuites" vers d'autres monnaies (vers les billets, les devises, d'autres banques).
- **La nécessité de détenir une réserve de monnaie banque centrale** : Les banques commerciales ne peuvent accorder un crédit supplémentaire que si elles disposent d'une quantité de monnaie banque centrale suffisante pour pouvoir faire face aux demandes qu'on peut leur adresser et éviter ainsi le manque de liquidité.
- **Le contrôle de la Banque centrale** : La Banque centrale, qui dispose du monopole d'émission des billets, peut alors agir sur le volume de monnaie pouvant être créée par les banques commerciales en modifiant les conditions de refinancement (en jouant sur le niveau du taux directeur) ou en instituant un système de réserves obligatoires plus ou moins contraignant.

Section 3 : les agrégats monétaires

Les agrégats monétaires peuvent être définis comme des indicateurs statistiques qui regroupent « tous les actifs permettant des achats de biens et de services ou le règlement d'une dette sur un territoire donné, ou facilement convertible en moyens de paiement avec un faible risque en capital »

La Banque centrale dispose ainsi d'une batterie d'agrégats monétaires harmonisés au niveau de la zone, M1, M2 et M3. Ces agrégats permettent de calculer la quantité de monnaie en circulation dans la zone UEMOA. La part de chaque pays de la zone est aussi calculée.

1. Les critères retenus pour le calcul des agrégats

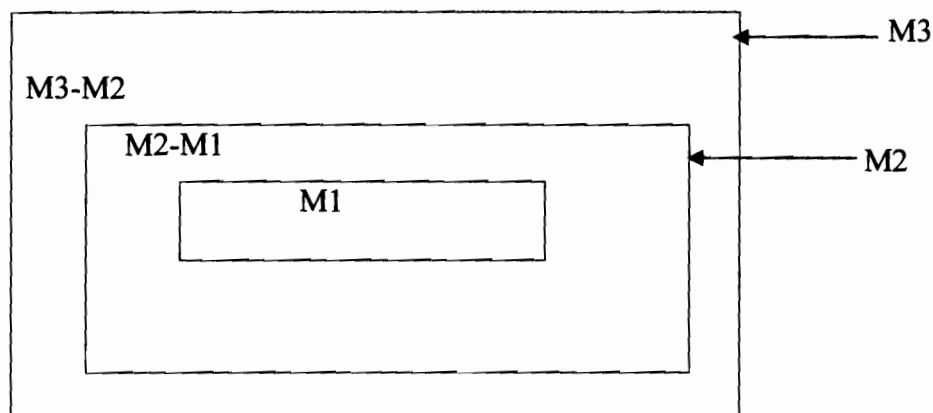
Les critères actuels de calcul des agrégats monétaires sont les suivants :

- Les agrégats ne comprennent que des actifs monétaires, c'est-à-dire des actifs émis par des institutions financières monétaires. Ainsi que le souligne la définition précédente, il s'agit d'actifs qualifiés de monétaires en ce sens qu'ils sont soit de la monnaie au sens strict (billets, monnaies divisionnaires et dépôt à vue), soit des actifs facilement transformable en monnaie sans risque important de perte en capital. Ils constituent l'un des emplois possibles de l'épargne financière des agents non financiers résidents et les autres intermédiaires financiers et peuvent être utilisés rapidement pour acquérir des biens et services sur le territoire de la zone UEMOA. Il s'agit donc de la monnaie, des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, des dépôts à termes, des pensions, des titres émis par les OPVCM dits monétaires, des instruments du marché monétaire et des titres de créances de durée initiale inférieure ou égale à deux ans.
- Les agrégats ne comprennent que les actifs monétaires détenus par les agents financiers et les autres intermédiaires financiers de la zone à l'exception des dépôts des administrations centrales. Les actifs monétaires (au sens large), détenus par les institutions financières monétaires et/ou les non résidents n'ont, en effets, pas pour vocation l'achat de biens et services dans la zone UEMOA. Les premiers sont seulement utilisés pour assurer la conversion des monnaies scripturales respectives des institutions financières monétaires en d'autres formes de monnaie et notamment de la monnaie Banque centrale. Les seconds n'ont pas non plus pour but d'acquérir des biens et services sur le territoire de la zone.

Tous ces actifs sont donc exclus de la zone.

Actifs inclus dans les agrégats monétaires	Actifs exclus des agrégats monétaires
Actifs monétaires émis par les institutions financières monétaires et détenus par des agents non financiers de la zone	Actifs non monétaires et/ou détenus par les institutions financières monétaires ou par des résidents hors de la zone

- Les agrégats monétaires s'emboîtent les uns dans les autres. Autrement dit, M3 comprend M2 qui lui-même comprend M1.



- Les différents actifs monétaires sont classés en fonction de leur degré de liquidité (leur facilité à être transformés en moyens de paiement) et selon un degré de liquidité décroissante. Tous les actifs monétaires ayant le même degré de liquidité sont classés dans le même agrégat. Les actifs les plus liquides sont classés dans M1. Les actifs un peu moins sont classés dans ce qui vient se rajouté à M1 pour M2 c'est-à-dire M2-M1

Sur la base de ces critères, trois agrégats monétaires ont été définis.

2. Le contenu des agrégats monétaires

M1 regroupe tous les moyens de paiements, billets, pièces, dépôts à vue détenus par les agents non financiers résidents dans la zone UEMOA.

M2 est constitué de l'agrégat M1 auquel s'ajoute les éléments intégrés dans (M2-M1), c'est-à-dire toutes les autres formes de dépôts. L'agrégat M2 regroupe donc l'ensemble des actifs monétaires disponibles à vue ou avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, rémunérés ou non, ou à terme mais d'une durée inférieur à deux ans qui sont détenus par les agents non financiers résidents et qui sont les plus directement liés aux transactions sur biens et services. Dans M2-M1, sont inclus les placements à vue (compte sur livrets gérés par les établissements de crédits), comptes sur livret A et B des caisses d'épargne, livret d'épargne populaire, compte d'épargne logement, etc.)

M3 est constitué de M2 auquel s'ajoutent les éléments intégrés dans (M3-M2), c'est-à-dire des instruments négociables émis par les institutions financières monétaires. Il s'agit des pensions, des titres d'OPCVM monétaires, des titres de créance d'une durée initiale inférieur à deux ans et des titres du marché monétaire. L'agrégat M3 est donc constitué en ajoutant à l'agrégat M2 les placements à court ou moyen terme pour lesquels la liquidité avant le terme du placement fait courir un risque de perte sur le montant nominal du placement qui est nul (cas des bons non négociable par exemple) ou probablement limité (les titres de créances négociables sur le marché monétaire et les titres d'OPCVM monétaire).

Politique monétaire dans la zone UEMOA

Si le passif du bilan consolidé des institutions financières permet de calculer les agrégats monétaires et notamment M3, l'actif de ce bilan permet de mettre en évidence ces contreparties. Le tableau ci-dessous montre l'évolution par Etat des principales composantes de la masse monétaires.

Évolution par État des principales composantes de la masse monétaire (en milliards de francs CFA)

	Bénin	Burkina	Côte	Guinée	Mali	Niger	Sénégal	Togo	Services	Total
			D'Ivoire	-Bissau					Centraux	
									Et ajust	
Monnaie fiduciaire										
2003	190,3	255,8	568,6	21,3	340,9	84,9	337,5	48,6	20,3	1
847,9										
2004	129,9	175,0	671,5	32,6	275,4	97,7	344,3	73,4	- 12,1	1
799,7										
2005	195,2	153,8	754,1	40,5	344,9	108,3	389,3	63,1	4,0	2
046,3										
2006	253,0	142,0	815,2	39,7	343,7	132,9	453,4	100,1	- 50,2	2
229,9										
Monnaie scripturale										
2003	217,4	232,9	574,1	8,6	280,0	64,7	495,4	106,3	104,7	2
084,3										
2004	207,4	243,7	628,8	10,4	294,3	85,3	563,2	120,0	118,3	2
271,4										
2005	235,0	242,6	643,0	10,3	297,8	84,2	593,3	123,2	99,0	2
328,2										
2006	249,4	271,0	735,9	13,6	357,0	96,2	652,1	150,0	126,2	2
651,5										
Quasi-monnaie										
2003	146,9	184,6	625,8	0,6	165,2	44,4	447,7	105,3	0,0	1
720,4										
2004	165,4	205,5	636,9	0,6	197,5	50,3	538,3	114,1	0,0	1
908,7										
2005	185,3	204,6	683,9	1,5	214,1	56,2	582,4	127,2	0,0	2
039,5										
2006	223,6	248,5	743,7	1,9	231,2	60,0	645,7	134,8	0,0	2
289,4										
Total										
2003	554,6	673,3	1 768,5	30,5	786,2	194,1	1 280,6	260,2	104,7	5 652,6
2004	502,7	624,3	1 937,2	43,5	767,2	233,3	1 445,8	307,5	118,3	5 979,8
2005	613,4	601,0	2 080,9	52,4	856,8	248,7	1 564,9	313,6	99,3	6 413,9
2006	726,0	661,6	2 294,7	55,2	932,0	289,1	1 751,2	385,0	76,0	7 170,8
Taux de croissance										
2003	10,1	54,2	- 26,6	- 64,7	25,5	42,3	31,5	11,2	19,2	2,9
2004	- 9,4	- 7,3	9,5	42,6	- 2,4	20,2	12,9	18,2	13	5,8
2005	22	- 3,7	7,4	20,5	11,7	6,6	8,2	2	- 16,1	7,3
2006	18,4	10,1	10,3	5,3	8,8	16,2	11,9	22,8	- 23,5	11,8

Source : BCEAO

En 2006, la masse monétaire a progressé de 11,8 %, soit un rythme nettement supérieur à celui du PIB nominal (+ 6,5 %). La circulation fiduciaire a augmenté de + 8,8 %, moins rapidement que les autres composantes, et sa part dans le total est passée de 32 % à 31 %.

Les statistiques monétaires par pays doivent être interprétées avec précaution. En effet, les évolutions par pays sont biaisées du fait des fluctuations du stock de billets à trier. Les billets portent une lettre marque permettant d'identifier le pays émetteur. Lorsque les billets reviennent dans les caisses de la BCEAO et en attendant leur tri, la répartition par pays pour le calcul des circulations fiduciaires nationales est effectuée selon des coefficients forfaitaires. La variation des stocks de billets à trier et l'évolution rapide des flux fiduciaires entraînent des corrections importantes qui perturbent les chroniques de masses monétaires nationales. Toutefois, les divergences d'évolution ne s'expliquent pas seulement par des biais statistiques.

L'augmentation de la masse monétaire a été supérieure à l'objectif retenu pour 2006 (+ 11,4 % contre + 6,3 %). Le taux de liquidité de l'économie (M2/PIB) a progressé de 26,5 % à 27,7 %. A fin 2006, les avoirs extérieurs nets ont atteint 3 884 milliards FCFA, en progression de 589 milliards FCFA, contre un objectif de croissance de 305 milliards FCFA. La position nette des gouvernements s'est améliorée de 230,5 milliards FCFA, au lieu de l'amélioration de 77,3 milliards FCFA initialement prévue. L'augmentation du montant des crédits à l'économie a dépassé de 238 milliards FCFA les objectifs de la programmation monétaire.

Chapitre 3 les actions et les limites de la politique monétaire

La dernière partie de notre mémoire a pour objet d'étudier les conséquences de la politique monétaire sur l'activité économique. La première section expose les canaux de transmission de la politique monétaire et la seconde présente les limites de la politique monétaire.

Section 1 : les canaux de transmission de la politique monétaire

Les canaux de transmission de la politique monétaire (à savoir les mécanismes par lesquels une décision de politique monétaire, en affectant le comportement des agents économiques, agit sur la croissance et les prix), sont des processus complexes. Les effets des variations de taux d'intérêt sur les variables macroéconomiques ne sont pas systématiques, ils dépendent de l'état de l'économie et des anticipations des agents. Par ailleurs, ils ne s'exercent qu'avec des délais assez longs, généralement évalués entre quatre et six trimestres.

On distingue traditionnellement plusieurs canaux, qui affecte directement ou indirectement l'activité économique des agents. Il s'agit du canal du taux d'intérêt, du canal du crédit, du canal du taux de change, du canal du prix des actifs et du canal des anticipations.

1) Le canal des taux d'intérêt

Les effets de la politique monétaire vont se répercuter sur les taux d'intérêt qui affectent les comportements des agents au travers des effets de substitution, de revenu et de richesse.

Effet de substitution : l'arbitrage entre consommation et épargne se modifie, le taux d'intérêt exprime donc le prix de la détention de liquidités. Ainsi, dans le cas d'une hausse du taux d'intérêt par exemple, les agents vont substituer une part de leur consommation à l'épargne devenue plus rémunératrice

Effet de revenu : en imaginant une hausse du taux d'intérêt, les effets vont être contraires selon que l'agent est créateur ou débiteur. L'agent créateur verra son épargne mieux rémunérée, il sera donc plus riche et ce sans modifier son comportement, l'agent débiteur verra augmenter le prix de sa dette.

Effet de richesse : La hausse des taux d'intérêt fait baisser le cours de certains titres et les agents qui voient ainsi la valeur de leur patrimoine diminuer réduisent leur consommation.

Ainsi les variations de taux d'intérêt vont affecter les capacités d'investissement des entreprises et de consommation des ménages et modifier l'arbitrage entre épargne et consommation, et entre placements financiers et investissement. Dans l'analyse keynésienne,

les entrepreneurs comparent les gains escomptés de leur investissement (le taux de rendement interne) et le taux auquel ils doivent emprunter pour investir. Si ce dernier diminue, alors l'incitation à investir augmente, ce qui, par l'intermédiaire du multiplicateur d'investissement, se traduira par un accroissement du revenu et inversement. Ce raisonnement est aussi valable pour des investissements autofinancés. En effet, une élévation des taux d'intérêt favorise les placements financiers au détriment des investissements productifs dont les rendements sont plus aléatoires et de surcroît à plus long terme.

De même l'élévation des taux va favoriser l'épargne des ménages au détriment de leur consommation et freiner la consommation financée par l'emprunt (effet de substitution).

Enfin, une élévation des taux se traduit par des effets de revenu positifs pour les agents qui disposent de capacité de financement et par des effets de revenus négatifs pour ceux qui ont des besoins de financement. Les premiers verront leurs revenus s'accroître et pourront donc accroître leur consommation. A l'inverse, étant globalement des agents à besoin de financement, les entreprises investiront moins et verront la charge de leur dette s'alourdir.

2) **le canal du crédit**

La hausse des taux directeurs de la Banque centrale conduit les banques à accroître leurs taux d'intérêt débiteurs, mais aussi à rationner le crédit en raison de la montée des risques liés à des charges d'intérêt plus élevés. La hausse des taux d'intérêt, du fait de l'asymétrie d'information, risque de produire aussi un aléa moral (les « bons emprunteurs » renoncent à leurs demandes de crédit et les « mauvais risques » continuent à s'endetter.) Cette situation pousse aussi les banques à réduire leur offre de crédit. Ainsi les contraintes d'accès au crédit de certains agents, ménages ou petites et moyennes entreprises, peuvent donner lieu à des changements importants dans la transmission d'une politique monétaire par les taux d'intérêt.

En effet, si les agents sont contraints dans leur demande de crédit, une hausse du taux d'intérêt, à supposer qu'elle soit répercutée sur le coût du crédit, pourra susciter une baisse de la demande de crédit bancaire, mais s'il y a, en situation initiale, un excès de demande, cette hausse ne se traduira pas nécessairement par une baisse des crédits distribués.

On peut distinguer deux canaux, l'un qualifié de canal étroit, l'autre qualifié de canal large.

Selon l'approche du canal étroit du crédit, la politique monétaire va affecter les crédits accordés par les banques. En effet, suite à une politique restrictive de la Banque centrale, les banques vont restreindre les crédits qu'elles accordent dans la mesure où ceux-ci apparaissent plus coûteux. Elles rationnent donc le crédit où augmente son prix, ce qui, pour les agents n'ayant pas d'autres sources de financement, se traduit soit par une diminution de la demande

de crédit, soit par un renchérissement de cette demande. Dans certains cas, cette restriction des crédits est trop importante et amplifie les effets dépressifs sur l'économie (c'est la thèse du crédit crunch). Dans le cadre de cette analyse, tout dépend des agents et de la façon dont ils peuvent obtenir des financements. Ce canal jouera d'autant plus fort que les agents sont dépendants du crédit bancaire et n'ont pas d'autres sources de financement.

A l'inverse, suite à un accroissement de la liquidité bancaire, les banques peuvent accroître les crédits qu'elles accordent et, ce faisant, favoriser la consommation et l'investissement des agents.

L'approche en termes de canal large du crédit (appelé parfois « canal du bilan ») a été introduite pour faire face à la difficulté de valider empiriquement le canal étroit dans la mesure où la place du crédit bancaire dans le financement de l'économie diminue. Elle introduit dans l'analyse le choix qu'ont les entreprises entre autofinancement et financement externe. La différence de coût entre financement externe et autofinancement est appelée « prime de financement externe ». Cette prime existe du fait de l'existence d'asymétries d'information entre prêteur et emprunteur. Ce dernier peut en effet cacher ou déformer des informations relatives à sa situation réelle, aux risques réellement encourus dans le cadre du projet pour lequel il demande un financement. Il existe donc un risque de sélection adverse.

Par ailleurs, une fois le projet financé, l'agent financier ne peut contrôler l'ensemble des actions mises en œuvre par l'entreprise et celle-ci peut développer des comportements risqués. Il y'a donc aussi un risque d'aléa moral.

Afin de prendre en compte ces asymétries d'informations et les risques qui leur sont associés, l'institution financière va intégrer dans le coût de son financement externe une prime, appelée « prime de financement externe », qui sera d'autant plus importante que la richesse de l'entreprise est faible. A l'inverse, plus la richesse de l'entreprise évaluée à partir de sa situation financière est importante, moins les risques encourus par l'agent financier sont importants et plus cette prime est faible. Or lorsque la Banque centrale mène une politique monétaire restrictive, cette politique se traduit par une élévation des taux d'intérêt qui diminue la valeur des actions de l'entreprise et, par conséquent, la situation financière de cette dernière. Dans ces conditions, l'entreprise apparaît comme moins solide, les agents financiers accroissent alors la prime de financement externe. Ceci se traduit par une élévation des taux d'intérêt débiteurs ce qui limite le financement externe des entreprises et inversement.

3) Canal du taux de change

Cette courroie de transmission est importante dans le cas de petites économies ouvertes. En effet, les décisions en matière de politique monétaire, dans la mesure où elles se répercutent sur le taux d'intérêt, influent sur la valeur externe de la monnaie de l'union. Si dans l'UEMOA, suite à une baisse des taux, la monnaie perd sa valeur, les exportations des pays membres seront favorisées et inversement pour les importations qui seront rendues plus onéreuses. Mais cette perte de valeur de la monnaie peut aussi se traduire par une inflation importée dès lors que les prix des biens importés utilisés dans les productions nationales ont augmenté.

La hausse des taux d'intérêt entraîne donc, toute chose égale par ailleurs, une appréciation du taux de change qui mène à une dégradation des termes de l'échange (le pays concerné est moins compétitif) qui conduit les agents résidents à acheter davantage à l'étranger et moins aux producteurs domestiques.

4) Le canal du prix des actifs

Une variation des taux d'intérêt se traduit par une variation en sens inverse du prix des actifs. Le raisonnement privilégié par les monétaristes est le suivant : si les taux d'intérêt s'élèvent, alors le prix des actifs baisse ainsi que la richesse globale des ménages, ce qui induit une diminution de leur consommation et inversement.

5) Le canal des anticipations

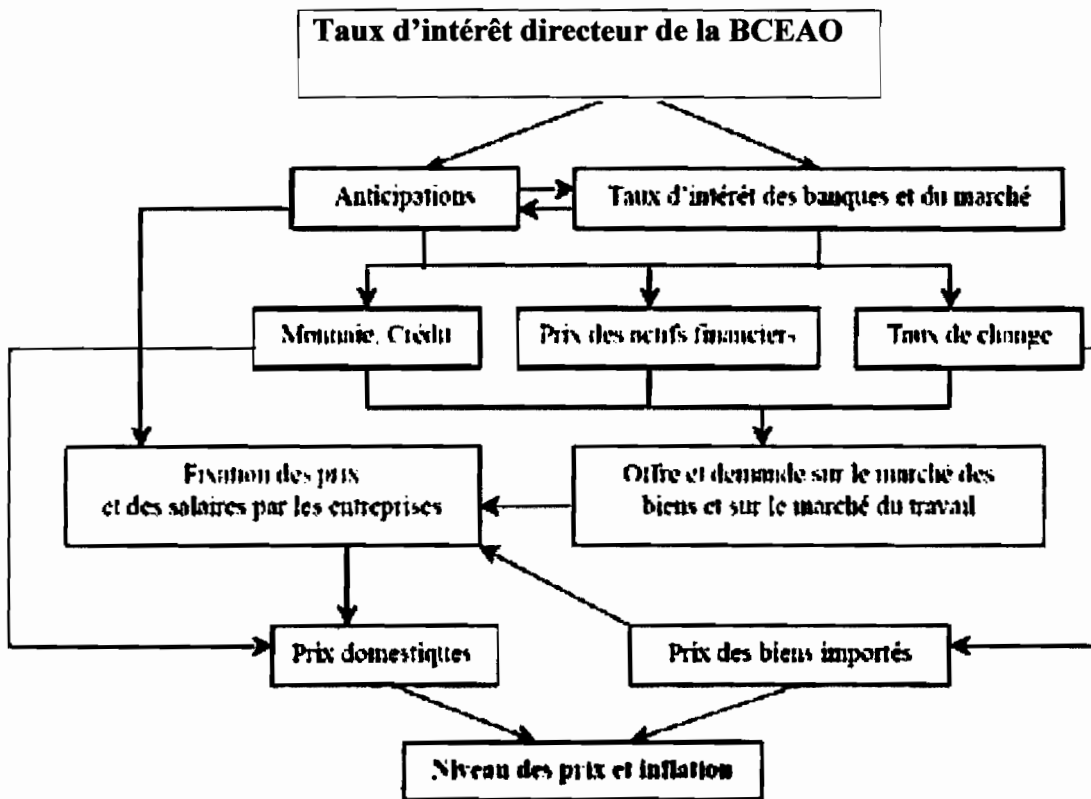
Les anticipations des agents influent sur leur comportement. La Banque centrale peut agir sur ces anticipations en envoyant des signaux aux agents économiques.

Par exemple, si la Banque centrale annonce une baisse des taux de refinancement, celle-ci peut être interprétée comme une volonté de la Banque centrale de soutenir l'activité économique. A l'inverse, si la Banque centrale annonce une hausse de ces taux, les agents sont susceptibles d'anticiper que cette dernière agit de la sorte compte tenu de tensions inflationnistes.

Si on ne peut nier l'existence de ce canal, son importance est néanmoins liée à la crédibilité des annonces de la Banque centrale en matière de politique monétaire. Le canal des anticipations ne peut fonctionner correctement que si les annonces de la Banque centrale apparaissent claires et cohérentes compte tenu de ses objectifs. Ainsi que le souligne J.P.Patat « la politique monétaire est donc devenue un subtil mélange où le « message » compte au moins autant que l'action proprement dite ». Cette crédibilité est donc importante dans la mesure où elle influe sur les anticipations des agents. Afin d'asseoir une telle

crédibilité, la Banque centrale doit avoir des objectifs clairs, un accès à l'ensemble des informations nécessaires qu'elle transmet ensuite à l'ensemble des agents qui sont ainsi parfaitement informés.

Le mécanisme de transmission de la politique monétaire est décrit dans le schéma suivant :



L'importance relative de ces différents canaux, dont les effets peuvent être contradictoires, conditionne l'efficacité de la politique monétaire. Or, tout porte à croire que ces canaux de transmission peuvent différer d'un pays à l'autre, voire d'une période à l'autre pour un même pays, du fait des politiques budgétaires nationales.

Section 2 : les limites de la politique monétaire

De nombreuses critiques ont été adressées à la politique monétaire. Certains portent sur les problèmes que pose la politique monétaire unique dans le cas de pays hétérogènes et d'autres portent sur les objectifs finals et intermédiaires aujourd'hui privilégiés par la BCEAO.

Malgré la politique monétaire actuelle et son objectif d'inflation à 3% la zone UEMOA est encore composée de pays économiquement hétérogène.

L'objectif final de stabilité des prix de la BCEAO peut en effet engendrer des problèmes dans certains pays de l'union en raison des différentiels d'inflation. En effet, un taux d'inflation plus élevé dans un ou plus plusieurs pays conduit à une élévation de l'Indice des prix à la consommation harmonisé dans l'ensemble de la zone.

Dés lors, si cette élévation perdure et si la BCEAO suit son objectif, elle doit élever ses taux. L'élévation des taux renchérit les investissements et la consommation dans toute la zone, y compris dans les pays dans lesquels l'inflation est très faible, ce qui pèse sur leur croissance dans un contexte où la politique budgétaire est aussi contrainte. Par ailleurs, l'existence de taux d'inflation différents dans les pays de la zone UEMOA alors que les taux d'intérêt sont identiques se traduit de fait par des taux réels plus faibles dans les pays à plus forts taux d'inflation et inversement. Les bons résultats en matière d'inflation sont alors pénalisés et les mauvais récompensés.

Si l'indépendance de la Banque centrale est aujourd'hui la norme dans toutes les unions, la légitimité de son action peut néanmoins poser problème. Par ailleurs, l'objectif fixé dans les statuts et l'objectif intermédiaire de croissance des agrégats monétaire défini par la BCEAO sont aussi critiqués, d'autant qu'il existe une incertitude quant aux canaux de transmission de la politique monétaire.

La nécessité de lutter contre l'inflation grandissante au début des années 1980, la montée conjointe du monétarisme ainsi que le rôle croissant joué par la monnaie et les finances dans l'économie ont conduit nombre de pays à opter pour cette indépendance de la Banque centrale. Seul un organisme indépendant peut en effet intervenir en élevant les taux en sachant que, de fait, cela pèsera sur la croissance et l'emploi. Seule une Banque centrale non soumise à des pressions politiques ne pourrait le faire.

Mais cette indépendance de la Banque centrale pose néanmoins un problème de légitimité de ses actions. Auprès de qui doit-elle rendre des comptes ? La réponse est que l'indépendance de la Banque centrale ne peut fonctionner correctement que si la logique qui préside à son action est totalement transparente et comprise par les opinions publiques.

L'objectif final de la politique monétaire inscrit dans les statuts de la BCEAO est la stabilité des prix. Cette stabilité des prix s'interprète comme une progression de l'IPCH inférieur mais proche de 3% sur le moyen terme. Cette stratégie a fait l'objet de trois types de débats :

- La Banque centrale doit elle avoir un seul objectif ou plusieurs ?
- L'objectif doit-il être la stabilité des prix ou une cible de l'inflation ?
- Le taux de 3% n'est il pas trop faible ?

Sur le premier point, dans les statuts, la BCEAO n'a qu'un objectif, la stabilité des prix. En théorie la politique monétaire dans la zone UEMOA ignore donc la croissance ; cette dernière n'est pas directement sous la responsabilité même si la BCEAO se doit d'apporter son soutien aux politiques économiques dès lors que celui-ci ne remet pas en question la stabilité des prix. Sur le second point, la question est d'identifier s'il est préférable de fixer un objectif de stabilité des prix, avec un niveau d'inflation à ne pas dépasser, ou une stratégie de ciblage de l'inflation. Dans le premier cas, la Banque centrale doit atteindre l'objectif affiché, son action est évaluée ex post sur la base du respect de cet objectif. Ces actions peuvent alors être moins bien comprises au moment où elles sont prises et leur légitimité remise en question. Dans le second cas, la Banque centrale annonce :

- Un objectif d'inflation et ses prévisions en matière d'inflation dans le cadre d'un horizon temporel précisé, ainsi que la façon dont elle les a réalisées, ce qui constitue alors son objectif intermédiaire ;
- Corrige ensuite son action lorsque l'inflation anticipée n'est pas conforme à l'objectif annoncé.

Le ciblage de l'inflation présente l'avantage de clarifier la stratégie (un objectif et une inflation anticipée) de rendre plus transparentes les actions de la Banque centrale. Par ailleurs, ce type de ciblage présente aux moins deux limites. La première tient aux difficultés qu'il y a à prévoir l'inflation à court mais aussi à long terme. La seconde est liée à l'instabilité du taux de change générée par des interventions correctrices fréquentes de la Banque centrale s'il y a un écart entre l'objectif et les anticipations d'inflation

Sur le troisième point, la question est d'identifier la pertinence de la fourchette de 0-3% retenue par la Banque centrale. La valeur du taux d'inflation est néanmoins considérée comme une performance honorable compte tenu des difficultés liées à la conjoncture sur la période actuelle et notamment la hausse des prix du pétrole.

Outre le problème du niveau d'inflation défini comme objectif à atteindre, les objectifs intermédiaires et plus précisément le contrôle de M2 fait l'objet de débats.

Enfin l'efficacité de la politique dépend des canaux par lesquels ses actions affectent son objectif final. Il semblerait que, globalement, dans la zone UEMOA les canaux de transmission ne fonctionnent pas bien et ceci pour plusieurs raisons.

Pour conclure, on peut dire que la réputation de la Banque centrale joue un rôle important dans l'efficacité de la politique monétaire qu'elle met en œuvre. Cette réputation passe par une communication claire et cohérente faite par les autorités monétaires.

CONCLUSION

Au terme de notre étude de la politique monétaire dans la zone UEMOA, notre principal objectif consistait à montrer l'importance de la politique monétaire dans l'activité économique. Aujourd'hui, les objectifs de la politique monétaire sont clairs, tout comme les mécanismes par lesquels les autorités rendent compte des résultats obtenus. Le cadre de transparence qui a été mis en place nous sera extrêmement utile pour relever les défis que nous réservons l'avenir. Deux de ces défis se dessine déjà : un relèvement possible du taux tendanciel d'accroissement de la productivité et un ralentissement de la croissance démographique. Ces deux facteurs sont des sources d'incertitude quant à la croissance et au niveau du potentiel de production de l'économie de l'union.

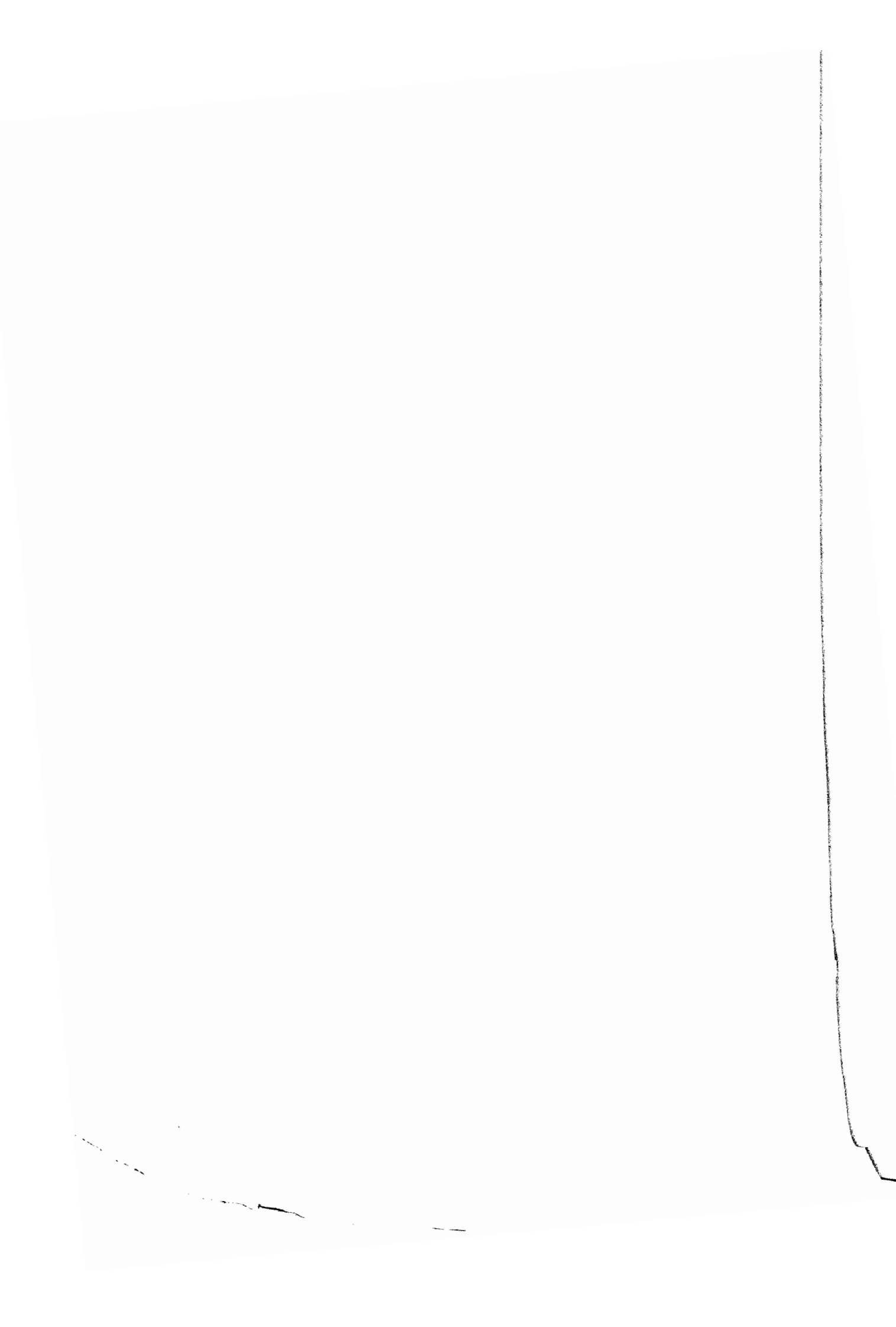
Le cadre à moyen terme qui a été établi pour la conduite de la politique monétaire garantit que les ajustements nécessaires au bon fonctionnement de l'économie seront apportés dans un contexte relativement stable. Cela signifie que la Banque centrale prendra des mesures pour que l'inflation ne s'écarte pas trop du critère de convergence de l'UEMOA en matière de prix, qui est de 3,0% et que chaque gouvernement fera en sorte que le ratio de sa dette au PIB demeure orienté à la baisse.

Dans ce contexte, la BCEAO a été amenée à réaménager progressivement ses principaux instruments de politique monétaire.

Les réformes mises en œuvre en vue de mieux soutenir la croissance dans la stabilité des prix et la sauvegarde de la valeur externe de la monnaie, ont conduit, notamment à partir de 1989, à l'abandon des méthodes administratives, en faveur de politiques de régulation souples, axées sur les mécanismes de marché. Elles visent fondamentalement à favoriser une indispensable réduction de la monnaie centrale dans le financement de l'économie et corrélativement une meilleure promotion de l'épargne, principalement au travers d'une politique plus dynamique des taux d'intérêt.

La politique du crédit, qui sera menée, devra être prudente et compatible avec les objectifs de la balance des paiements, d'inflation et de croissance afin de sauvegarder la valeur de la monnaie. En particulier, la croissance de la liquidité intérieure sera maintenue à un niveau au plus égal à celui du PIB normal. Cependant, des mesures devront être prises afin d'assurer un financement adéquat des différentes activités et la croissance du secteur privé.

Une étude ultérieure pourrait consister à prendre en compte les aspects de débordements qui favorise une vulnérabilité de la politique vis-à-vis des chocs exogènes, provenant pour



l'essentiel des aléas climatiques et des variations erratiques des marchés mondiaux de matières premières. Ceci pourrait être une piste intéressante qui permettra d'étudier la dynamique de diffusion des chocs exogènes dans l'économie ainsi que les effets spatiaux.

Une réflexion approfondie sur le théorème de l'inefficacité de la politique monétaire fondé sur les anticipations rationnelles, pourrait également être une autre piste d'extrapolation de notre étude.

Ainsi, pour les années à venir, le défi qui interpelle les responsables de la politique monétaire sera d'une part, de raffermir la stabilisation du cadre macro-économique et de poursuivre en les approfondissant, les réformes sectorielles en cours, et d'autre part, d'élaborer un programme fort de lutte contre la pauvreté.

Références webographiques :

- <http://www.mankiw.univ.lemans.fr>
- <http://www.uemoa.org>
- <http://www.tpsnet.org>
- <http://www.bceao.int>
- <http://www.google.com>
- <http://www.economist.com>
- <http://www.afristat.org>
- <http://www.voilà.com>
- <http://www.stat.sn>

Références bibliographiques :

- CABOU, Daniel : « La nouvelle politique monétaire et du crédit dans les Etats de l'UEMOA » ; Thèse de 3^{ème} cycle, Paris, 1975.
- FROIS, Gilbert Abraham, « Economie Politique », 7^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2001
- LARRE, Revue : « Monnaie et politique monétaire : Fascicule1 », Paris, les cours de droit
- LEHMAN, Paul Jacques : « Economie monétaire : théorie et politique » Edition du seuil, 1998
- NUBUKPO, Kako « L'efficacité de la politique monétaire de la BCEAO depuis la libéralisation de 1989 », Novembre 2003
- PASCALON, Pierre : « Théorie monétaire » Edition de l'Epargne, Paris, 1985.