

# UNIVERSITÉ CHEIKH ANTA DIOP DE DAKAR

Faculté des Sciences  
Economiques et de Gestion  
(FASEG)

Conférence des Institutions d'Enseignement et de  
Recherches Economiques et de Gestion en Afrique  
(CIEREA)



*Programme de Troisième Cycle  
Inter Universitaire en Economie (PTCI)  
Cinquième promotion : 1998/2000*

OPTION : *Monnaie – Finance - Banque*

MEMOIRE POUR L'OBTENTION DU DIPLOME D'ETUDES APPROFONDIES  
(D.E.A) SUR LE THEME :

**L'efficacité de la politique monétaire dans l'UEMOA**

*Présenté et soutenu par : Bocar Oumar SOW*

*Sous la Direction du : Professeur Karamoko KANE*

*Directeur du PTCI*

## **Membres du JURY :**

*Président : M. Moustapha KASSE, Professeur*

*Suffragants : M. Karamoko KANE, Professeur*

*M.*

*, Maître de conférence agrégé*

*Décembre 2000*

## DEDICACES

A mon père pour sa surveillance permanente et ses prières

A ma mère pour son affection et sa compréhension

A mes frères et sœurs pour leur respect

A N'Diouga Sembène et Mamadou Coulibaly pour la sincérité de leur  
amitié

## REMERCIEMENTS

J'adresse des remerciements qui me viennent du fond du cœur à Monsieur Balla Dione pour son soutien constant, Karamoko Kané qui a bien voulu guider mes premiers pas dans la recherche scientifique, Dialika Sène et tous ceux qui de près ou de loin m'ont toujours soutenu

# SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE	1
CHAPITRE I CONTEXTE ECONOMIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS L'UEMOA	5
<b>Section1 Performances macro-économiques récentes</b>	<b>5</b>
1. Evolution des indicateurs	6
2. Place de la politique monétaire dans les programmes d'ajustement	11
2.1. Rappel du modèle de programmation financière du FMI	12
2.2. Rôle de la politique monétaire dans un contexte d'ajustement	13
<b>Section2 Environnement financier</b>	<b>14</b>
1. La fragilité financière	15
2. L'insuffisance de l'épargne intérieure	16
3. Le lien de confiance	17
4. Le développement de la finance informelle	18
<b>Section3 La politique monétaire dans l'UEMOA</b>	<b>19</b>
1. Objectifs et instruments de la politique monétaire	20
1.1. Les objectifs de la politique monétaire	20
1.2. Les instruments de la politique monétaire	20
2. La programmation monétaire	22
3. De la régulation monétaire directe à la régulation indirecte	24
3.1. La période d'avant 1989.	24
3.2. Après la réforme de 1989	25
CHAPITRE II REVUE DE LA LITTERATURE ET METHODOLOGIE	27
<b>Section1 La revue de la littérature</b>	<b>27</b>
1. L'analyse théorique	27
1.1. Débat autour des objectifs et effets de la politique monétaire	27
1.2. Les canaux de transmission monétaire	29
2. Les analyses empiriques	36
2.1. Politique monétaire et croissance	36
2.2. Politique monétaire et inflation	38
<b>Section2 La méthodologie</b>	<b>40</b>
1. Les hypothèses	40
2. Les variables	41
3. Le modèle	42
CHAPITRE III ANALYSE EMPIRIQUE ET RECOMMANDATIONS DE POLITIQUE ECONOMIQUE	46
<b>Section1 Résultats empiriques</b>	<b>46</b>
1. La fonction de réaction de la BCEAO	46
2. Les effets de la politique monétaire	56

<b>Section2 Les implications de politique économique</b>	<b>60</b>
1. Les obstacles à l'efficacité de la politique monétaire	60
1.2. Du côté de l'offre	60
1.3. Du côté de la demande	61
1.4. Politique monétaire et politique budgétaire	62
2. Les propositions pour une amélioration de l'efficacité	62
<b>CONCLUSION GENERALE</b>	<b>66</b>
<b>ANNEXES</b>	<b>69</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>94</b>

# INTRODUCTION GENERALE

Au lendemain des indépendances, devant l'impératif de développement combiné à leur fragilité financière, les pays africains ont vite compris que la solution à leurs problèmes devrait passer par leur regroupement c'est-à-dire une intégration de leurs économies. C'est ainsi que les anciennes colonies de l'Afrique occidentale française(AOF),sans la Guinée décident de maintenir le franc CFA hérité de la colonisation et même d'approfondir leur coopération par la création de l'Union Monétaire Ouest Africaine(UMOA) en 1962.Une telle union devrait permettre aux pays participants de jouir d'une monnaie de change, gage d'une stabilité monétaire et facteur de sécurité pour les opérations économiques de placement d'investissement et de transferts internationaux. En effet dans ces économies, le but était d'instaurer un climat économique et financier stable qui puisse attirer les capitaux étrangers dans une situation de faiblesse de l'épargne nationale et de favoriser les échanges transfrontaliers.

L'UMOA qui devient en janvier 1994 l'union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) repose essentiellement sur les trois principes suivants :

- une monnaie commune émise par la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) ;
- une centralisation des devises ;
- une politique monétaire commune et l'abandon de la souveraineté monétaire nationale.

La viabilité d'une union monétaire repose essentiellement sur l'efficacité de la politique monétaire pour les différents partenaires et notre but dans le cadre de ce travail sera d'évaluer cette efficacité dans le cas de l'UEMOA dans un contexte polémique d'ancrage du franc CFA à l'Euro.

La politique monétaire est une des composantes de la politique économique et dans l'UEMOA, elle est menée par la BCEAO avec l'appui des comités nationaux de crédit. Les responsables de la politique monétaire utilisent les instruments à leur disposition pour atteindre des objectifs qui concernent l'économie réelle par l'intermédiaire du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

En ce qui concerne les objectifs finals de la politique monétaire, ils sont variables d'un lieu à un autre et d'une période à une autre. Historiquement, la plupart des pays industrialisés ont assigné à la politique monétaire une multiplicité d'objectifs regroupés sous le vocable de « carré magique » (plein emploi, croissance, stabilité des prix, équilibre extérieur). Ainsi, la politique monétaire de la réserve fédérale américaine vise à assurer « le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme » (BCEAO dans Notes d'Informations et Statistiques N° 462, Août – Septembre 1996 ) tandis que la Banque Nationale Suisse se doit de « réguler le marché de l'argent, faciliter les opérations de paiement et pratiquer, dans les limites de la législation fédérale une politique de crédit et une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays » (BCEAO dans Notes d'Informations et Statistiques N° 462, Août – Septembre 1996 ).

En effet, au début des années 1970, avec l'augmentation de la facture pétrolière, la faillite du système de Bretton Woods, la permanence du déséquilibre des finances publiques, la plupart des Etats ont mis en application des politiques monétaires destinées à combattre l'inflation tout en assurant la croissance économique. Très vite, l'apparition de taux de chômage et de taux d'inflation élevés consacre l'échec de la politique monétaire à impulser l'activité économique dans un cadre non inflationniste et, sous la pression des événements (déréglementation, innovation financière, flottement généralisé des principales monnaies, libéralisation des marchés, mondialisation), la politique monétaire évolue vers un objectif ultime à savoir la stabilité des prix. C'est ce que vise le Traité de Maastricht lorsqu'il stipule : « l'objectif principal du système européen de Banques Centrales est de maintenir la stabilité des prix » (BCEAO dans Notes d'Informations et Statistiques N° 462, Août – Septembre 1996 ).

Pour ce qui est de l'UEMOA, l'article 12 du traité constitutif de l'UMOA (socle de l'UEMOA) assigne à la politique monétaire les objectifs « d'assurer la sauvegarde de la monnaie commune et de pourvoir au financement de l'activité et du développement économique des Etats de l'Union » (BCEAO dans Notes d'Informations et Statistiques N° 462, Août – Septembre 1996 ). A coté de l'objectif explicite de financement, il s'agit donc de chercher à préserver la valeur interne de la monnaie (stabilité des prix) et sa valeur externe (taux de change).

Les Banques Centrales doivent établir au préalable des objectifs intermédiaires ou cibles car il n'existe pas de lien direct et étroit entre les objectifs finals et les instruments

dont elles disposent et, le mécanisme de transmission de la politique monétaire au secteur réel est diffus et nécessite des délais.

Généralement, trois mécanismes sont retenus pour la transmission de la politique monétaire : le canal du taux d'intérêt, le canal du taux de change et celui du crédit. Ces canaux supposent que l'évolution de l'économie est tributaire du choix des autorités monétaires à un double niveau : « au niveau institutionnel, ils se rapportent à l'organisation et au fonctionnement des circuits de financement ; au niveau des orientations de la politique monétaire, ils conditionnent la quantité de monnaie mise à la disposition des agents économiques » (Gérardin,1994). S'il est vrai que dans les pays industrialisés avec des marchés financiers très développés, il existe un large consensus sur la nature du mécanisme de transmission, il n'en est pas de même pour les pays en voie de développement particulièrement, pour les pays de l'UEMOA caractérisés par des marchés financiers inexistantes ou naissants et l'absence de culture d'épargne monétaire. En effet, dans ces pays, malgré une amélioration de la liquidité des banques au lendemain de la dévaluation, il ne s'est pas produite une mobilisation accrue des fonds prêtables face à la demande de crédit et ceci du fait de :

- l'attentisme des opérateurs économiques ;
- la prudence des banques car elles ont connu des sinistres par le passé ;
- la fragilité financière des emprunteurs potentiels.

Il faut noter également que les pays de l'UEMOA se caractérisent par l'existence de marchés parallèles de change et de financement (finance informelle) qui constituent une entrave à l'application d'une politique monétaire efficace.

Au total, l'efficacité de la politique monétaire ne se limite pas seulement à la capacité de fixer des objectifs et d'utiliser des instruments mais elle suppose une réflexion plus approfondie sur sa portée et une analyse des obstacles à lever.

L'étude de l'efficacité de la politique monétaire est d'un intérêt capital. En effet, les incertitudes et les risques induits par le nouvel environnement financier ont rendu particulièrement ardue l'application des politiques macro-économiques et singulièrement remis en cause le rôle et l'efficacité de la politique monétaire. Par ailleurs, le renforcement de la coopération monétaire internationale a ouvert la voie à un droit de regard des autres



partenaires sur les politiques économiques nationales. Cette coopération a conduit à une réorientation de la politique monétaire, obligeant les autorités monétaires à assurer les conditions de la crédibilité de leur politique et à suivre une discipline monétaire.

Notre objectif dans cette recherche est :

- de mesurer les effets de la politique monétaire sur la croissance économique, l'inflation et les avoirs extérieurs ;

- d'évaluer la transmission monétaire par le canal du crédit.

En d'autres termes, il s'agira à travers un modèle VAR de voir comment un choc de politique monétaire se répercute sur le PIB, le déflateur du PIB, les avoirs extérieurs et de vérifier si cette transmission s'effectue par le canal du crédit.

Pour atteindre ce double objectif, il nous faudra répondre aux questions suivantes : le taux d'intérêt étant le principal instrument de politique monétaire, quel est son impact sur le PIB, le déflateur du PIB et les avoirs extérieurs ? Comment la Banque Centrale réagit-elle à une modification de la conjoncture ? Les effets de la politique monétaire sont-ils identique dans tous les pays ?

Ce travail comportera donc trois chapitres :

- dans un premier chapitre, nous allons faire un état des lieux c'est-à-dire nous verrons quelles sont les caractéristiques du cadre dans lequel s'intègre la politique monétaire de la BCEAO puisqu'une telle politique varie en fonction de la conjoncture et des structures ;

- dans un deuxième chapitre, nous allons voir l'état de la littérature sur la question et dégager une méthodologie qui nous permettra d'évaluer les effets de la politique monétaire ;

- dans un troisième chapitre, nous présentons les résultats en vue de voir les forces et les faiblesses d'une telle politique et les orientations nécessaires à son amélioration

# CHAPITRE I

## CONTEXTE ECONOMIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS L'UEMOA

La politique monétaire a beaucoup évolué dans l'UEMOA au cours du temps. Cette politique qui s'appuie essentiellement sur des agrégats monétaires et financiers a pour but ultime d'influencer la sphère réelle et on ne saurait ni l'analyser ni la comprendre en la déconnectant du cadre économique dans lequel elle s'intègre et de son passé.

Nous allons donc dans une première section dégager les performances économiques récentes puisque la programmation monétaire qui détermine l'objectif des avoirs extérieurs s'appuie sur les prévisions des grandeurs économiques telles que la production intérieure brute, le solde de la balance des paiements, celui des finances publiques, etc.

Etant donné que l'application de la politique monétaire passe par les marchés à travers la quantité et le prix des actifs qui y sont échangés et, au vu de la difficulté de séparer les phénomènes monétaires des phénomènes financiers, une deuxième section sera consacrée à l'étude de l'environnement financier.

Une troisième section portera sur la formulation et l'évolution de la politique monétaire dans l'UEMOA.

### **Section 1 Performances macro-économiques récentes**

Malgré les mesures d'ajustement structurel mises en œuvre à la fin des années 1970 (plus précisément à partir de 1979 pour le Sénégal) et qui se sont poursuivies dans les années 1990, la crise économique et financière à laquelle étaient confrontés les Etats de l'Union a persisté. En effet, la situation d'ensemble de la zone est marquée par un ralentissement de la croissance économique, la persistance des déficits budgétaires et des déficits de la balance courante.

## 1. Evolution des indicateurs

**Tableau 1 : Evolution des agrégats économiques de l'UEMOA**

Années	PIB (en mds FCFA)	Croissance réelle	Solde global des finances publiques (mds FCFA)	Solde courant de la balance des paiements (mds FCFA)
1990	7286,4	-0,8	-435,6	-463,4
1991	7621,4	1,5	-443,2	-432,9
1992	7654,8	0,3	-464,3	-367,9
1993	7616,2	-1,6	-534,8	-387,8
1994	10533,9	3,1	-536,2	254,4
1995	12186,4	5,7	-353,8	-316,2
1996	13340,7	6	-128,5	-185,9
1997*	14876,5	5,7	-246,8	-261,5
1998**	16226,6	5	-265,3	-467

\* : Estimations    \*\* : Prévisions    mds : milliards

Source : BCEAO

### a) Evolution du PIB

L'activité économique qui s'est contractée de 1990 à 1993 (taux de croissance réel de -1,6%) s'est significativement redressée (taux de croissance réel passant à 3,1% en 1994, à 5,7% en 1995 et 5,0 % en 1998, voire tableau1). Ce taux est en miettre en relation avec une

croissance moyenne de la population de 3%, ce qui traduit une amélioration du revenu par habitant.

Cependant, cette situation de ralentissement de 1990 à 1993 n'a pas été ressentie de la même manière dans tous les pays et il existe une grande disparité entre les pays (le Bénin et le Niger ont mieux résisté que les autres pays avec des taux de croissance réels respectifs de 3,5% et de 0,2% en 1993, voir Notes d'information et Statistiques de la BCEAO).

Une analyse de la répartition sectorielle du PIB nous permet de voir quelle est la dynamique de la croissance ? D'une manière générale, la structure productive des pays de l'Union n'a pas subi de modifications majeures à l'instar des autres pays africains. La production et les exportations dépendent essentiellement d'un ou de deux produits agricoles ou miniers d'où la vulnérabilité de ces économies et leur dépendance vis-à-vis des conditions climatiques, des prix sur le marché mondial, du taux de change... La base de production apparaît globalement étroite et est caractérisée par de faibles relations intersectorielles d'où la persistance du dualisme avec le monde rural, dont la vocation est la production de cultures vivrières principalement, et le milieu urbain chargé de la production minière ou d'activités d'import-export.

**Tableau 2 : Répartition sectorielle du PIB (en pourcentage)**

Années	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*	1998**
Secteur primaire	32	32,3	32,9	32,4	31,7	31,1	30	30,2
Secteur secondaire	19,3	19,3	19	19,9	19,2	20,4	21,8	22,1
Secteur tertiaire	48,7	48,4	48,1	47,7	49,1	48,5	48,2	47,7
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

\*: estimation      \*\*:prévision

Source : BCEAO

En ce qui concerne la dynamique de la croissance économique, elle est tirée pour une large part par la production du secteur primaire et du secteur tertiaire et, dans une moindre mesure, selon les pays par l'activité manufacturière et l'industrie extractive.

Au plan agricole, la production des cultures d'exportations s'est inscrite en nette augmentation en réponse aux politiques de prix incitatifs et à la faveur de l'amélioration des conditions climatiques. La modification de la parité a également renforcé les opportunités d'exportations pour certains produits.

En ce qui concerne le secteur tertiaire, sa production relève surtout du commerce, de l'activité informelle d'où la nécessité de la structuration du secteur informel.

Dans le secteur manufacturier, l'activité a été différenciée selon les branches et les pays. Les branches les plus dynamiques ont été celles tournées vers la transformation des produits du secteur primaire.

Concernant les structures, nous pouvons enfin rappeler ceci : « L'évolution des structures productives de l'Union contraste avec les tendances observées dans les pays en développement émergents à fort dynamisme économique, axé autour d'une double mutation structurelle : une réduction de la part du secteur primaire au profit des secteurs secondaire et tertiaire et une croissance économique tirée par les exportations dont la composition s'est significativement modifiée en faveur des produits manufacturés, dans le sillage des mutations des échanges commerciaux mondiaux qui portent davantage sur des produits de plus en plus élaborés. Ces constats apportent quelques éclairages sur les problèmes de diversification des économies des pays de l'UEMOA »<sup>1</sup>

Du côté de la demande, les contributions de l'investissement et des exportations à la croissance économique demeurent souvent faibles et inférieures à la contribution de la consommation

La croissance économique dans l'UEMOA est tirée donc par la consommation et on pourrait en déduire qu'une politique de relance de la demande pourrait être le moteur de la relance de l'activité mais il faut prendre en considération au moins deux faiblesses de ces économies :

- ces économies étant extraverties et très ouvertes, il risque d'y avoir une augmentation des importations, source d'une détérioration de la balance courante ;

---

<sup>1</sup> Notes d'Informations et statistiques n°473 Août-Septembre 1997

- les structures de production sont rigides et les produits ne correspondent pas souvent à ceux demandés.

Du point de vue de l'utilisation du revenu, la part de la consommation dans le PIB tend à se réduire depuis 1994 au profit d'un redressement significatif du taux d'épargne intérieure. Le taux d'investissement pour sa part, s'est également relevé mais ces résultats sont insuffisants comparés à ceux des pays émergents d'Asie et d'Amérique Latine (Asie de l'Est/Pacifique : 37,0% et 36% pour les taux d'épargne et d'investissement)<sup>2</sup>

#### b) Evolution des Prix

Nous pouvons voir la progression des prix à partir de l'indice des prix à la consommation.

---

<sup>2</sup> Banque Mondiale : Rapport sur le développement dans le monde 1996

**Tableau 3: UEMOA- Evolution des indices officiels des prix à la consommation**

Années	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bénin	nd	3,2	3,5	54,3	2,4	6,8	1,8	5,6
Burkina	1,7	3,3	2,5	30	3,9	6,9	-0,1	1,0
Côte d'Ivoire	1,6	3,5	3,1	32,4	7,5	3,5	5,2	2,0
Guinée Bissau	60,1	86,7	30,7	19,3	49,7	65,6	16,8	8,0
Mali	-4,8	-4,2	0,4	32,1	9,2	2,8	0,9	3,0
Niger	-7,7	0	0,4	44,7	5,5	3,6	4,1	3,4
Sénégal	-0,7	-0,5	0,5	37,5	5,5	2,4	19	1,0
Togo	-0,9	4,3	1,7	59,4	3,8	4,9	7,2	-1,4
UEMOA	nd	1,1	2	37,6	6,1	3,8	3,5	2,0

Source : Services Nationaux de la Statistique BCEAO

Sur la période 1990-1998, l'évolution des prix a été relativement stable en rapport avec l'objectif constant de lutte contre l'inflation sauf pour l'année 1994 où le taux d'inflation a atteint 37,0%. Même pour cette année, où la dévaluation du FCFA survint, l'augmentation des prix se justifie plutôt par le contenu en importation de la demande. Depuis 1995, on note une décélération de l'inflation et le retour à des taux faibles de l'ordre de 3%. Ainsi, l'évolution de l'indice des prix à la consommation est dans l'ensemble de l'Union tournée depuis autour de 5,5% et les taux les plus élevés se sont maintenus au Togo.

### c) Evolution des paiements Extérieurs

La balance commerciale de l'UEMOA est durant toute cette dernière décennie structurellement déficitaire sauf pour l'année 1994 où le niveau important de la balance commerciale (341,3 milliards) combiné à la balance des transferts sans contrepartie (1005,7 milliards ; niveau le plus élevé sur la période 1990-1999) ont fourni un solde courant de 254,4 milliards. Cette faiblesse de la compétitivité complique davantage l'objectif d'avoirs extérieurs à un moment où les exportations concernent encore les produits de base et les importations restent élevés du fait des besoins en biens d'équipement pour la reconstitution du tissu industriel. La balance des capitaux non monétaires traduit une amélioration de l'investissement étranger et un retour des capitaux mais la détérioration continue de la balance des services traduit la difficulté de gestion de la charge de la dette dont il faut résoudre le plus vite possible pour permettre l'investissement public, soubassement à toute politique de croissance et de mobilisation des capitaux privés extérieurs.

### d) Evolution des Finances Publiques

Le déficit budgétaire, malgré l'amélioration des recettes et le niveau des dons, se maintient et se situe à des niveaux importants. Les dépenses courantes après une légère contraction entre 1990 et 1994, augmentent au détriment des dépenses en capital. Ainsi, la capacité financière des Etats membres reste faible et il faut recourir aux réserves extérieures pour le financement des investissements publics.

Au total, nous constatons au regard des composantes du « carré magique » des résultats satisfaisants et une nette amélioration mais il faut noter également que la convergence nominale (celle qui concerne les prix en particulier) est beaucoup plus marquée que la convergence réelle (celle qui concerne la croissance économique). Cette divergence entre les résultats nominaux et les résultats réels est-elle imputable aux autres volets de la politique économique ou aux dotations en ressources des différents Etats.

## **2. Place de la politique monétaire dans les programmes d'ajustement**

Depuis 1980, les Etats de l'UEMOA, à l'instar des autres pays africains, ont entrepris avec les institutions de Bretton Woods des programmes d'ajustement qui s'articulent autour de l'assainissement du cadre macro-économique et l'application des



réformes structurelles dans une perspective essentielle d'amélioration de la balance des paiements.

## 2.1. Rappel du modèle de programmation financière du FMI

Conformément aux statuts du Fonds Monétaire International (FMI), les programmes appuyés par le fonds visent à aider les Etats membres à surmonter leurs difficultés de balance de paiements sans entamer leur processus de croissance et de prospérité. Sans prétendre à un exposé exhaustif de la logique et des méthodes de la programmation financière, nous pouvons dire qu'elle s'appuie essentiellement sur «l'approche de l'absorption» et «l'approche monétaire de la balance des paiements» qui s'articulent de la manière suivante<sup>3</sup>:

$$(1) CA = X - M = Y - A$$

Avec CA : solde de la balance commerciale; X : les exportations; M : les importations;

Y: la production intérieure; A: l'absorption qui est identique à la demande intérieure.

Selon «la théorie de l'absorption», un déficit commercial découle soit de la faiblesse de la production intérieure, soit du niveau élevé de la demande intérieure. Puisque la relance de la production est plus lente et plus difficile, il vaut mieux appliquer une politique de compression de la demande par une réduction des dépenses publiques, la ponction sur le revenu des particuliers, etc.

Une deuxième équation concerne la composition des réserves en devises:

$$2) DA = CA + DFI$$

Avec DA : la variation des avoirs extérieurs nets du système bancaire

DFI : la variation de l'endettement extérieur net du secteur non bancaire.

---

<sup>3</sup> Les notations utilisées sont celles du document établi par le Département des Etudes du FMI et il est intitulé: « conception des programmes d'ajustement appuyés par le fonds: aspects théoriques », 1987.

En partant du bilan consolidé du système bancaire, nous avons :

$$(3) DM = DA + DD$$

Avec DM : la variation de la masse monétaire et DD : la variation du crédit intérieur.

Si  $M^d$  représente la demande de monnaie et s'il y a équilibre entre l'offre et la demande de monnaie, nous avons :

$$(4) D M^d = DM$$

La demande de monnaie peut dépendre de plusieurs variables telles que la production, les prix, etc.

En regroupant les équations (2) et (3) et si nous considérons un équilibre entre l'offre et la demande de monnaie, alors nous avons :

$$(5) DM = CA + DFI + DD$$

$$DM - DD = CA + DFI$$

A partir de cette équation, l'ajustement monétaire s'établit de la manière suivante : dans un premier temps, on fixe un objectif en termes d'avoirs extérieurs nets, ensuite on estime la demande de monnaie pour déterminer l'offre de monnaie; enfin, on en déduit la variation du crédit intérieur.

Donc d'une manière ou d'une autre, les autorités monétaires sont impliquées dans le processus d'ajustement mais encore faudrait-il qu'elles sachent quand et comment intervenir.

## **2.2. Rôle de la politique monétaire dans un contexte d'ajustement**

Puisque l'objectif de l'ajustement est en priorité le rétablissement de l'équilibre externe, le rôle des autorités monétaires va dépendre de la nature du lien entre la monnaie et la balance des paiements. Une hypothèse fondamentale du modèle d'ajustement est qu'en régime de changes fixes, la masse monétaire est une variable endogène c'est à dire que son niveau dépend des mouvements de ses contreparties (crédit intérieur et avoirs extérieurs). Ainsi, après la fixation de l'objectif d'avoirs extérieurs, l'action de la politique monétaire se

focalise sur le crédit interne, mais il ne suffit pas tout simplement d'en déterminer le volume mais encore faudrait-il en savoir l'orientation dès lors que la politique monétaire est sensée contribuer à l'allocation optimale des ressources.

En effet, au cours de la période précédant l'ajustement, l'encadrement plus ou moins strict du crédit n'a pas eu les résultats escomptés et a maintenu ces économies en développement dans le marasme économique et financier. Dans ces conditions et en l'absence de marchés des capitaux, le dynamisme financier s'estompait car les banques commerciales n'étaient que le reflet de la volonté de la Banque Centrale. Donc, il faut que le coût du crédit découle des besoins sur le marché, mais il faut également orienter le crédit vers des secteurs porteurs de croissance et qui peuvent avoir des effets d'entraînement sur les autres secteurs.

Cependant, sur ce point de l'expansion économique, l'effet de la monnaie n'est pas facile à établir et même si les conditions technologiques et de demande permettent une augmentation de la production intérieure, il faut s'attendre dans les pays en développement à une augmentation des importations du fait des besoins en matières premières et en biens d'équipement. Ce qui entraîne une détérioration de la balance des paiements.

Un autre objectif non moins important de la politique monétaire en période d'ajustement est la lutte contre l'inflation. Puisque les économies déprimées se caractérisent souvent par une forte inflation, il faut réduire les pressions sur les prix par un contrôle de l'augmentation de la masse monétaire et un resserrement du crédit, ce qui pourrait améliorer la compétitivité externe.

Au total, nous pouvons dire que le rôle de la politique monétaire est multidimensionnel : la compression des liquidités excédentaires, la restauration de la confiance dans les institutions financières, la recherche d'un taux de change adéquat, la répartition efficace du crédit. Ceci suppose que l'effectivité de la politique monétaire passe par la création et le développement de marché et d'actifs financiers en cohérence avec le contexte économique de la zone.

## **Section2 Environnement financier**

Dans le cas de l'UEMOA qui regroupe essentiellement des économies d'endettement c'est à dire que le financement indirect prédomine, le système financier est

confronté à de nombreux problèmes qui proviennent aussi bien de la mobilisation de l'épargne que de l'octroi de crédit. Néanmoins, le marché financier est apparu et il doit être renforcé dans le processus d'intégration. Sans prétendre à un recensement intégral de ces difficultés, nous pouvons dire qu'elles sont liées aux quatre éléments suivants.

### **1. La fragilité financière**

L'offre de crédit dans les pays de la zone s'appuie essentiellement sur les banques et quelques investisseurs institutionnels. Pendant longtemps, l'activité des banques est restée inadaptée. En effet, hérités de l'ancienne puissance coloniale, ces établissements ne pouvaient pas perdurer sous cette forme.

- les banques commerciales, généralement à capitaux mixtes (Etats et actionnaires étrangers) étaient sous l'influence des maisons-mères. Les prêts étaient surtout orientés vers des activités d'import-export et de services qui avaient l'avantage d'être courtes en termes de durée et d'être peu risquées ;

- les banques de développement, compte tenu de leur spécificité, furent gérées par les pouvoirs publics qui ont privilégié le financement des activités agricoles et des déficits budgétaires sans que le remboursement des prêts soit respecté.

Ce modèle a relativement bien fonctionné jusque dans les années 1980 où la montée des déséquilibres des finances publiques et la chute des cours des matières premières ont conduit à la détérioration progressive du portefeuille des banques qui entrent ainsi dans une situation de détresse.

Cette fragilité qui ne se cantonne pas uniquement aux banques et qui n'a pas la même ampleur selon les pays est donc due à la conjonction des facteurs suivants :

- le ralentissement de l'activité économique ;
- la présence de l'Etat dans le système bancaire, synonyme de contraintes dans l'orientation et le coût des opérations effectuées sans qu'il en résulte une sécurité ;
- la faiblesse de la gestion interne des banques liée à une mauvaise appréciation des risques et aux lacunes des systèmes comptables ;

- la détérioration du système et des procédures judiciaires qui fait que les banques ont d'énormes difficultés pour mettre en application leurs garanties.

Cette fragilité bancaire a donc conduit à la fermeture de certains établissements et à la restructuration d'autres.

## **2. L'insuffisance de l'épargne intérieure**

L'épargne intérieure reste pour toute économie un élément important au moins pour deux raisons: elle réduit la dépendance vis-à-vis de l'extérieur et elle permet un financement d'une croissance durable. En effet, la création et le développement des entreprises nécessitent un investissement mais celui-ci ne pourra guère se faire sans une mobilisation de ressources. Dans le cas de l'UEMOA, la dégradation du PIB et de la balance des paiements s'est accompagnée d'un effondrement progressif de l'épargne intérieure surtout au niveau formel et cette faiblesse peut être appréciée à deux niveaux :

- du point de vue quantitatif, le niveau de l'épargne ne permet pas de couvrir l'investissement global souhaité et son taux avoisine les 12,5% du PIB alors que dans les pays émergents d'Asie, il est de 37%. Ce faible niveau se justifie par la faiblesse du revenu mais aussi par la fuite des capitaux. Cette fuite est due essentiellement au différentiel de taux d'intérêt, au différentiel de risque et de crédibilité ;

- du point de vue qualitatif, on note une divergence entre l'offre et la demande de fonds prêtables.

Ce diagnostic décevant s'explique par le quasi-monopole de l'épargne liquide, l'absence d'une véritable courbe des taux d'intérêt, l'insuffisance d'incitations fiscales, la préférence pour la liquidité du fait de la fragilité bancaire, le manque de « risk-lovers »...

Ainsi, le problème de l'épargne apparaît crucial et pour comprendre les raisons de son insuffisance, il nous faut connaître ses déterminants qui sont de deux ordres :

- les aspects économiques: au niveau individuel, les économistes retiennent souvent deux types d'épargne (l'épargne de prévoyance et l'épargne de précaution). Il semble que dans les pays africains, le désir d'épargne réponde plus à un motif de précaution qu'à un motif d'accumulation. En effet, dans ces pays, le revenu provient souvent de l'agriculture ou dans les autres cas, il est proche du niveau de subsistance (secteur tertiaire). Dans ces

conditions, « l'épargne est perçue comme un tampon de sécurité »<sup>4</sup>. Au niveau macro-économique, on peut retenir le niveau du revenu par habitant et la variation du PIB comme étant les principaux déterminants de l'épargne. Le gouvernement en fixant le niveau et le mode de collecte des impôts ainsi que le cadre administratif de détermination des prix influence le comportement d'épargne des ménages. De même, l'épargne publique peut jouer un effet d'entraînement sur l'épargne privée puisqu'elle peut permettre d'améliorer le rendement de celle-ci.

- Les aspects non économiques : ces aspects ont des effets négatifs sur l'épargne. Une augmentation du nombre des enfants réduit la capacité d'épargne car l'entretien des enfants réduit le temps de travail et le revenu d'activité des femmes. Sur le plan macro-économique, une population grandissante inclut une proportion importante de jeunes et consomme davantage. L'organisation sociale constitue également un facteur déterminant de l'épargne dans les pays en voie de développement. L'individu réagit dans un cadre communautaire qui le soumet à des obligations et sa réussite apparaît comme une opportunité pour la famille, le groupe,... La répartition du revenu relève alors plus d'un devoir de redistribution que d'un choix individuel.

Au total, devant le tarissement des ressources extérieures et puisque les pays de la zone ont atteint leur seuil de tolérance en ce qui concerne l'endettement extérieur, un défi majeur pour l'UEMOA est de mobiliser plus et mieux d'épargne en vue de desserrer la contrainte extérieure et de répondre aux désirs des investisseurs.

### **3. Le lien de confiance**

Facteur important dans les relations de crédit, la confiance peut être analysée sous deux angles :

- la relation épargnants - établissements financiers : à ce niveau la méfiance des épargnants est constante. Les faillites bancaires récentes et la fragilité financière ont entraîné deux effets importants : « report vers la liquidité » et « report vers la qualité ». Les épargnants privés ont tendance à privilégier les emprunts sans risque de défaut et ne se préoccupent guère du niveau de rendement. Dans la plupart des cas par manque d'informations, les épargnants sont réticents aux innovations financières et le moindre acte

---

4 Toulemont Dakoure « Les déterminants de l'épargne en Afrique au Sub du Sahara » Revue Techniques Financières et Développement (TFD) n°38-39 Mars/juin 1995.

nouveau imprévu donne lieu à des interrogations par exemple, « pourquoi le banquier lance-t-il ce produit ? », « Qu'est ce qu'il a derrière la tête ? » ... Enfin d'autres phénomènes tels que la limitation des remboursements, la fermeture temporaire de guichets et le non respect des engagements conduisent à des phénomènes de défiance.

- La relation banques – entrepreneurs : malgré la faiblesse de l'épargne, la surliquidité des banques est une préoccupation dans l'UEMOA, à un moment où la demande de crédit est loin d'être satisfaite. Face à cette situation de contraste, « *les chefs d'entreprises reprochent aux banques leur frilosité, les banques font valoir le taux de sinistre élevé et l'impossibilité de faire jouer les garanties* »<sup>5</sup>. En effet, les banques n'acceptent pas de financer des projets de long terme et se cantonnent au cycle d'exploitation des entreprises, ce qui se justifie puisque les entreprises n'ont pas souvent respecté leurs engagements. Quoiqu'il en soit ; il devrait être possible de mettre en place un système financier qui prenne en charge les besoins et les contraintes des deux parties.

Ce qu'il faut noter est qu'une politique de taux d'intérêt élevés ne peut pas constituer une alternative au déficit de confiance, et le manque de structures, de produits liquides et sûrs, la mauvaise circulation de l'information financière sont autant d'obstacles au rétablissement de la confiance dans le système formel.

#### **4. Le développement de la finance informelle**

Ce type de financement est né de l'impossibilité pour les ménages pauvres et les petites entreprises d'accéder au crédit formel. En effet, ces agents pour emprunter rencontrent plusieurs obstacles :

- formalités bancaires non maîtrisées, analphabétisme, réticence des individus à formuler des prêts ;
- éloignement géographique et isolement social : les établissements bancaires n'opèrent que dans les centres urbains ;
- absence de garanties et de comptabilité qui entraîne des coûts de gestion du crédit élevés.

---

<sup>5</sup> Alain Vizzavona « Nouvelles approches financières pour l'Afrique : conclusions du forum » Revue TFD n°38-39 Mars-Juin 1995

Aujourd'hui, après son émergence la finance informelle apparaît comme incontournable puisqu'elle répond à « une angoisse psychologique » par les avantages qu'elle présente :

- la limitation des risques : la finance informelle s'appuie essentiellement sur des rapports de proximité et il est ainsi plus aisé d'apprécier le risque et de superviser l'emprunteur ;

- la recherche de flexibilité et de facilité dans l'obtention des délais, dans les montages financiers ;

- le respect de l'anonymat et le rétablissement de la confiance.

Avec la libéralisation, on assiste à une informalisation des activités et le système financier n'est pas en reste. Les tontines connaissent une expansion et un certain nombre de questions se posent quant à leur pérennité : la concurrence entre ces tontines n'est-elle pas destructrice ? Quelle doit être la forme de leur coopération avec les banques ?

Pour le développement et l'efficacité du système financier il faut qu'il y ait une articulation horizontale, c'est-à-dire une harmonisation des activités entre tontines, caisses mutualistes, etc. Il faut également qu'il y ait un lien et une coopération entre les deux composantes du système en vue de confronter les méthodes, valoriser les compétences réciproques, fixer les rôles pour éviter une concurrence nuisible.

### **Section3 La politique monétaire dans l'UEMOA**

La formulation de la politique monétaire dans la zone découle des textes constitutifs de l'UMOA et fait intervenir le conseil des ministres, le Gouverneur de la Banque Centrale, les comités nationaux de crédit, le conseil d'administration de la BCEAO. Au mois de septembre, le Gouverneur dans le but de la programmation monétaire propose au Conseil des Ministres les directives de la politique de la monnaie et du crédit de l'année à venir. Ces directives ainsi arrêtées sont soumises au comité national de crédit de chaque pays en ce qui le concerne pour approbation. Le conseil d'administration de la BCEAO, lors de sa réunion de Décembre, examine le programme et son approbation le rend exécutoire.



## **1. Objectifs et instruments de la politique monétaire**

Comme toutes les autres Banques Centrales, la BCEAO détermine des objectifs conformes aux choix économiques et financiers des Etats et elle s'appuie sur les instruments qu'elle juge nécessaires à la réalisation de ces objectifs.

### **1.1. Les objectifs de la politique monétaire**

Conformément à l'article 12 du Traité de l'UMOA que nous avons déjà cité le conseil des ministres définit la politique monétaire avec trois objectifs finals : un objectif explicite de financement du développement et deux autres implicites de lutte contre l'inflation et d'avoirs extérieurs. Ainsi la Banque Centrale cherche à assurer une plus grande mobilisation de l'épargne intérieure et un financement de l'investissement pour le développement des Etats membres.

Depuis 1994, l'objectif primordial de la politique monétaire est la stabilité des prix afin de maintenir la compétitivité des économies et d'assurer un cadre prévisionnel stable. En effet cet objectif réduit les incertitudes auxquelles sont confrontés les agents. Les producteurs pourront investir, embaucher, produire sachant qu'ils pourront vendre à un prix identique ou tout au moins proche du prix prévu. De même, les consommateurs pourront déterminer leur épargne sachant quel sera le prix d'achat quand ils voudront consommer.

Dans l'UEMOA, les objectifs de la politique monétaire visent à renforcer la convergence et l'intégration économiques des Etats. La Banque Centrale doit cependant procéder par la fixation d'un objectif intermédiaire en termes de crédit intérieur via ses concours aux banques commerciales et aux trésors nationaux. La primauté d'un tel objectif se justifie au moins pour deux raisons : dans de petites économies largement ouvertes les fluctuations économiques sont difficilement maîtrisables et comme une entreprise en monopole, la Banque Centrale ne peut dans un régime de changes fixes déterminer le taux de change et la quantité de monnaie.

### **1.2. Les instruments de la politique monétaire**

Ils ont beaucoup évolué pour se tourner progressivement vers les mécanismes de marché. Les instruments qui sont présentés dans le nouveau dispositif de gestion monétaire sont :

- la politique des taux d'intérêt : Cette politique a été mise en œuvre le 2 Octobre 1989 et renforcée le 1<sup>er</sup> Octobre 1993. La BCEAO définit quatre taux :

\*le taux d'escompte : les taux préférentiel et normal ont été unifiés ;

\*le taux des appels d'offres : la BCEAO procède à des appels d'offres dont elle détermine la quantité à offrir ;

\*le taux des prises en pension : Ce taux reflète le coût du refinancement lorsque les banques sollicitent la Banque Centrale. Ce taux est un taux intermédiaire entre le taux du marché monétaire (taux plancher) et le taux d'escompte (taux plafond) ;

\*le taux des bonds émis par l'institut d'émission.

Cette modification de la grille des taux directeurs s'est accompagnée d'une libéralisation des conditions des banques avec le déplaçonnement des taux débiteurs et la suppression de la réglementation de certains taux créditeurs. Ainsi les taux débiteurs des établissements de crédit sont fixés d'un commun accord entre les parties pourvu qu'ils n'excèdent pas frais et commissions compris le taux de l'usure. Les taux débiteurs ont été modifiés à plusieurs reprises pour les adapter à la conjoncture économique. Les taux ayant fortement augmenté après la dévaluation, la BCEAO a poursuivi une politique de baisse progressive jusqu'en 1998. En raison des tensions inflationnistes, des sorties de capitaux spéculatives et du dépassement des objectifs de crédit intérieur dans les pays de l'Union, le taux d'escompte est passé de 6,0% le 8 Septembre 1997 à 6,25% le 31 Août 1998 tandis que le taux des pensions est passé sur la même période de 5,50% à 5,75%.

- La politique d'open market : elle est l'une des mesures d'accompagnement de la politique active des taux d'intérêt dans le cadre d'un marché monétaire rénové (regroupement des compartiments du marché monétaire en un guichet, adjudication à la « hollandaise »). L'Institut d'émission peut ainsi effectuer des injections ou des retraits de liquidités et agir sur les prix des titres. En juillet 1996, un nouveau cadre juridique a été adopté en vue de définir les créances négociables : les entreprises peuvent émettre des billets de trésorerie ; les banques, des certificats de dépôts ; les établissements financiers, des bons des établissements financiers ; les organismes régionaux, des bons des institutions financières régionales.

- Le système des réserves obligatoires : prévu dans les statuts de la BCEAO, ce système n'a commencé à être appliqué qu'à partir du 1<sup>er</sup> octobre 1993. Au départ, l'assiette est constituée pour les banques des dépôts à vue et des crédits à court terme (hors crédit de campagne) avec un taux de 1,5%. Pour les autres établissements financiers assujettis, l'assiette est constituée de l'encours des crédits octroyés déduction faite des concours obtenus auprès du système bancaire. Il s'agissait surtout d'améliorer le contrôle de la liquidité sans gêner le processus de collecte des dépôts à terme et le financement des projets à long terme. Mais la croissance rapide des crédits à l'économie au premier semestre de 1998 a entraîné une modification des taux applicables aux banques. Par la suite la BCEAO a abaissé les taux qui sont revenus à 3% au Bénin, au Burkina, au Mali, en Guinée Bissau et 1,5% dans les autres pays. Pour les établissements financiers les coefficients sont demeurés inchangés.

- La titrisation des concours consolidés : pour assainir le système bancaire et rendre flexible la gestion des taux d'intérêt, *« la titrisation a consisté en l'émission par les Etats membres de titres publics en représentation des concours précédemment consolidés à leur charge par la Banque Centrale »*<sup>6</sup>

- Les facilités permanentes : la Banque Centrale peut fournir de la liquidité en réponse à une insuffisance de l'offre sur le marché monétaire. Elle vient en appoint pour satisfaire le besoin de trésorerie des banques mais seul l'Institut d'émission détient le pouvoir discrétionnaire de satisfaire ce besoin.

## 2. La programmation monétaire

Elle vise à déterminer la variation du crédit intérieur et le volume des concours de la Banque Centrale compte tenu de l'objectif des avoirs extérieurs fixé par le Conseil des Ministres et de l'évolution de la conjoncture dans chaque pays.

La programmation s'appuie sur le modèle suivant (Notes d'Information et de statistiques, n°451, août-sept 1995)

$$MO = k \cdot (y_r \cdot p) \quad (1)$$

<sup>6</sup> BCEAO, « La régulation de la liquidité en Union monétaire », NIS n°471 juin 1997

$$MO = AEN + CIN - APN \quad (2)$$

$$CF = b * MO \quad (3)$$

Variables exogènes :

$y_r$  = produit intérieur brut ; AEN = Avoirs extérieurs nets

Variables endogènes :

MO = stock monétaire et quasi-monétaire ; p = accroissement des prix intérieurs ;  
CIN = crédit intérieur net ; CF = circulation fiduciaire ; APN = autres postes nets.

Paramètres :

k = rapport entre la monnaie et le PIB à prix courants  $0 < k < 1$  ;

b = part de la monnaie fiduciaire dans le stock monétaire et quasi-monétaire  $0 < b < 1$ .

$$\Delta CIN = \Delta MO - \Delta AEN$$

Les autres postes nets étant considérés constants

$$\Delta CE = \Delta CIN - \Delta PNG$$

$\Delta CE$  = variation du crédit au secteur privé ;

$\Delta PNG$  = variation de la position nette du gouvernement.

A partir de là il est possible d'établir une prévision de la situation monétaire intégrée. Après une estimation des réserves des banques, la Banque Centrale peut procéder à une évaluation des concours qu'elle pourrait consentir aux banques et établissements financiers.

La programmation nécessite donc la projection des grandeurs économiques telles que le PIB, le niveau général des prix, le solde des finances publiques et celui de la balance des paiements. Il faut également certaines hypothèses qui concernent le comportement des agents économiques ( détention de la monnaie fiduciaire ) et l'évolution de la vitesse de circulation de la monnaie. La demande de monnaie est de type quantitativiste. Il s'agit, durant les travaux de programmation, d'étudier la cohérence d'ensemble des différents

secteurs de l'économie et la compatibilité des objectifs de la politique monétaire avec les autres objectifs de la politique économique.

### **3. De la régulation monétaire directe à la régulation indirecte**

La politique monétaire est restée dynamique dans un souci permanent d'adaptation au contexte interne et aux mutations internationales. Face aux innovations financières et à la montée de la déréglementation, les pays de la zone ont progressivement changé d'orientations pour se tourner vers les mécanismes de marché à partir de 1989.

#### **3.1. La période d'avant 1989.**

Au lendemain des indépendances, l'objectif affiché des pays de l'union comme dans tous les autres pays de l'Afrique fut le développement économique. Pour ce faire, il fallait prendre des mesures incitatives d'investissement et la politique monétaire devrait intégrer de telles contraintes. Des mesures d'inspiration Keynésienne (promotion de l'investissement par une amélioration de l'efficacité marginale du capital) ont ainsi conduit à de bas niveaux de taux d'intérêt, source d'une répression financière aux conséquences énormes dans les années 1970 : fuite des capitaux alors que les investisseurs étrangers étaient plus attentifs au contexte politique et social, insuffisance de l'épargne...

Sur la période 1960 – 1972, le taux d'escompte est de 3,5% mais les plafonds de réescompte et le contrôle qualitatif ont conduit à un certain rationnement du crédit. La politique monétaire n'a pas permis un contrôle optimal de la liquidité et l'orientation sectorielle du crédit, elle s'est juste cantonnée à la recherche de la stabilité monétaire et à la préservation des réserves de change. De plus l'infrastructure financière est rudimentaire (cinq banques au Sénégal avant 1973) et le système bancaire souffrait d'un manque de concurrence en raison des contraintes de politique monétaire puisque le partage du marché entre les banques dépend d'une allocation administrative des plafonds de réescompte par la BCEAO. Rien dans le système financier ne permettait d'envisager qu'il puisse parvenir au financement de la croissance et il fallait prendre d'autres mesures pour rendre ce système plus en harmonie avec l'objectif de développement.

La réforme de 1975 devait permettre à la Banque Centrale de mener une politique plus active de financement de la croissance. La liquidité de l'économie s'est progressivement redressée, alimentée par la progression des crédits à l'économie et la

hausse des cours mondiaux des produits de base. Le ratio des crédits à l'économie sur le PIB a atteint 32,7% et le taux de refinancement de ces crédits 30%. Un approfondissement de la sphère financière fut entrepris avec un gonflement du nombre de banques mais surtout des banques publiques. Le dynamisme de la finance indirecte commence et « *de nombreux prêts ont été accordés sans une véritable analyse préalable, sans un suivi rigoureux des débiteurs et sans une surveillance prudentielle suffisante de la Banque Centrale* » (J.C BERTHELEMY, 1995). Ce phénomène combiné à la contrainte d'accorder des prêts à des entités parapubliques et aux possibilités de refinancement ont conduit à la détérioration du portefeuille des banques, à la détérioration de la position extérieure des institutions monétaires. Finalement la plupart des banques se retrouvent dans une situation d'illiquidité puis d'insolvabilité.

Face aux imperfections du contrôle direct, un nouveau dispositif axé sur une politique active des taux d'intérêt et un marché monétaire rénové fut adopté.

### **3.2. Après la réforme de 1989**

Cette réforme vise à impulser à la politique monétaire une orientation libérale avec la réduction du rôle de la monnaie centrale au profit de l'épargne, l'abandon des mécanismes administratifs, le renforcement de la surveillance bancaire. La mise en oeuvre de cette réforme s'est effectuée en deux phases :

- durant la phase transitoire (1989-1993), il s'agit de poser les jalons d'une régulation indirecte avec la combinaison des mécanismes de marché aux instruments de la régulation directe.

- à partir d'octobre 1993, il s'agit de l'abandon total du contrôle direct avec l'application intégrale du nouveau dispositif de gestion monétaire qui s'appuie essentiellement sur une politique de taux d'intérêt et la loi du marché. En ce qui concerne le contrôle qualitatif du crédit, le régime des autorisations préalables à partir d'un certain seuil a été remplacé par le système des accords de classement.

Cette nouvelle orientation a eu des résultats probants en ce qui concerne la régulation de la liquidité, la solvabilité des établissements bancaires, le rétablissement des réserves de change mais certaines difficultés demeurent :

- les banques mises devant leur responsabilité, préfèrent placer leurs ressources sur le marché monétaire ;

- la structure des économies ne semble pas être adaptée au contrôle indirect.

Au total, la politique monétaire a beaucoup évolué au cours du temps pour s'adapter constamment au contexte économique et financier. Cette évolution s'est opérée surtout au niveau des instruments, ce qui reflète le problème persistant de l'efficacité de la politique monétaire c'est-à-dire la capacité des instruments à réaliser les objectifs permanents de financement, de stabilité des prix et d'avois extérieurs.

## CHAPITRE II

### REVUE DE LA LITTERATURE ET METHODOLOGIE

Dans ce chapitre nous allons dégager la méthodologie qui nous permettra de voir quels sont les effets de la politique monétaire dans l'UEMOA (section 2) après avoir étudié ce qui a été fait pour bien pouvoir apprécier notre méthodologie d'analyse (section 1).

#### **Section 1** *La revue de la littérature*

Depuis longtemps, la politique monétaire reste un sujet d'attraction de beaucoup d'économistes. Nous commençons par voir les aspects théoriques (1) pour terminer par un rappel de certaines analyses empiriques qui ont permis d'évaluer la théorie(2).

##### **1. L'analyse théorique**

Devant la perte d'attrait de la politique budgétaire (en raison de son caractère trop institutionnel et des préoccupations relatives au déficit budgétaire), la politique monétaire est au centre des débats relatifs à la relance de l'activité économique et à la maîtrise de l'inflation. Les discussions ont porté sur la neutralité ou non de la politique monétaire c'est-à-dire ses effets réels (1.1) avant de se tourner vers les mécanismes de transmission pour voir l'ampleur et les délais de réaction (1.2).

##### **1.1. Débat autour des objectifs et effets de la politique monétaire**

Dans les années 1950 on a assigné à la politique monétaire, en raison de sa flexibilité, la fonction de stabilisation macroéconomique c'est-à-dire une croissance économique avec un équilibre sur les marchés des facteurs et sans inflation. Les Banques Centrales doivent dans ces conditions suivre les deux objectifs de croissance économique et de lutte contre l'inflation. Cette approche a relativement bien fonctionné jusqu'à l'apparition de la stagflation. Durant cette période les chercheurs établissent une liaison entre les instruments de la politique monétaire et ses effets finals, mais la découverte de la courbe de Phillips et la naissance du monétarisme furent un moment privilégié pour la remise en cause de l'efficacité de la politique monétaire

La courbe de Phillips nous enseigne qu'il faut faire un arbitrage entre inflation et chômage (ou croissance), ce qui veut dire que pour avoir un taux de croissance élevé, il



faut accepter un taux d'inflation élevé et donc l'objectif de toute Banque Centrale serait d'obtenir et de maintenir la stabilité des prix. Cette courbe sera réinterprétée par l'école de Chicago qui en tire une efficacité très limitée de la politique monétaire qui sera confirmée par les théoriciens des anticipations rationnelles.

Les monétaristes, avec comme chef de file Milton Friedman, remettent en cause la courbe de Phillips originale et s'appuient sur l'existence d'un taux de chômage naturel et l'hypothèse d'anticipations extrapolatives. Ils pensent que la politique monétaire peut produire des effets réels à court terme. Par exemple une augmentation de la quantité de monnaie entraîne une modification des prix relatifs et de la production réelle qui est due à une impossibilité pour les ménages et les entreprises d'anticiper et de percevoir correctement tous les effets des décisions des autorités monétaires. Cette incapacité des agents économiques découle de l'impossibilité de distinguer rapidement entre les phénomènes transitoires et permanents d'une part et entre les impulsions réelles et nominales d'autre part. Les agents, dans la révision progressive de leurs anticipations, vont supporter des coûts d'information mais ils vont parvenir à long terme à une interprétation correcte des impulsions monétaires. La production réelle revient à son niveau initial et dans ces conditions la croissance de la monnaie et celle des prix apparaissent comme l'avvers et le revers d'une médaille. Mais alors qu'est ce qu'il faut faire pour rendre la politique monétaire efficace ? Leur réponse est qu'il faut une règle de politique monétaire qui détermine une augmentation de la monnaie compatible avec l'augmentation de la production (Friedman voulait même en faire une règle constitutionnelle). Une telle règle devrait permettre de réduire les coûts d'acquisition de l'information relative au moment et à la manière dont les autorités monétaires vont répondre aux fluctuations économiques.

L'analyse des nouveaux classiques est plus radicale et elle identifie la politique monétaire à la manipulation de l'offre de monnaie. Selon ce courant de pensée, la politique monétaire n'est efficace que si elle est imprévisible et non observable, ce qui veut dire que c'est un « effet de surprise » qui engendre une modification du niveau général des prix et des prix relatifs, supports d'information. Il s'en suit des erreurs susceptibles d'entraîner des fluctuations de l'activité. Mais cette école considère que les agents (et leurs anticipations) sont rationnels ; ils sont bien informés et perçoivent correctement les décisions et les règles d'intervention des autorités monétaires. Dans ce cas, la politique monétaire est totalement inefficace et ne produit aucun effet.

Cette conception de la politique monétaire a été critiquée par les nouveaux keynésiens au moins pour trois raisons :

- les nouveaux classiques raisonnent dans le cadre « irréaliste » d'un seul agent avec un seul actif dans une situation d'information parfaite ;

- un deuxième type d'objections nie toute relation entre l'hypothèse d'anticipations rationnelles et la conclusion d'inefficacité de la politique monétaire. En effet, même sous cette hypothèse la politique monétaire peut être efficace si l'on tient compte du mode de formation des prévisions, des coûts et délais d'acquisition de l'information, etc.

- La démarche des nouveaux classiques est critiquable en raison aussi des restrictions relatives à la monnaie et à l'action monétaire. Elle ignore le rôle de l'intermédiation financière dans les fluctuations de l'activité.

Partant de ces critiques, les nouveaux keynésiens tentent de rétablir le rôle de la politique monétaire et de réviser le procès ouvert contre le keynésianisme. Ils s'appuient sur les contraintes financières des agents privés, l'asymétrie d'information et le concept d'accélérateur financier pour développer leurs modèles. Par la même occasion, ils réorientent le débat vers les mécanismes de transmission monétaire.

## **1.2. Les canaux de transmission monétaire**

Depuis longtemps, beaucoup d'économistes s'accordent sur le fait que la politique monétaire affecte les prix et la production mais le désaccord subsiste quand il s'agit de savoir comment cette politique exerce son influence. La réponse à cette question dépend des hypothèses retenues et de l'importance relative de la monnaie, du crédit, du taux d'intérêt, du taux de change, des prix des autres actifs ou du rôle des banques commerciales et des autres institutions financières.

### **1.2.1. Le canal du taux d'intérêt**

Il s'agit du canal classique qui est traduit dans le modèle IS-LM et qui est conforme à une vision keynésienne (F.S.Mishkin,1996). Selon ce mécanisme la politique affecte l'activité par le canal du coût du capital. Par exemple une politique monétaire restrictive engendre une augmentation du taux d'intérêt qui entraîne une diminution de l'investissement (fonction négative du taux d'intérêt) et par voie de conséquence une

diminution de la production. De même cette hausse du taux d'intérêt réduit l'investissement en logements et les dépenses en biens durables. Cette vision soulève certaines questions car le taux d'intérêt représente ici le rendement d'un actif hétérogène qui peut être aussi bien du capital physique qu'un placement financier. Dans ces conditions n'est-il pas nécessaire de voir pourquoi certains auteurs privilégient le taux d'intérêt réel ? Qu'est ce qui détermine les taux d'intérêt réels à long terme ?

Concernant la première question, la réponse s'appuie sur deux hypothèses classiques relatives aux marchés financiers (J.B.Taylor, 1995) : l'hypothèse d'anticipations rationnelles et celle de rigidité des salaires et des prix des biens. Dans de tels modèles, les agents rationnels font des anticipations en supposant que les prix ne varient pas à court terme. Ainsi une augmentation du taux d'intérêt nominal provoque une augmentation du taux d'intérêt réel à court terme puisque le taux d'inflation n'augmente pas dans la même proportion.

Sur la deuxième question, certains auteurs privilégient l'effet de liquidité qui établit une relation statistique entre les réserves bancaires et le taux d'intérêt (A.Lavigne et P.Villieu, 1996). Le fondement de cet effet est la rigidité des prix. L'offre de monnaie suit un processus auto régressif c'est-à-dire que le choc monétaire persiste de sorte qu'une diminution de la masse monétaire entraîne une augmentation du taux d'intérêt (effet de liquidité) qui entraîne un resserrement de la contrainte d'encaisses préalables et une consommation courante moins importante. Mais les individus diminuent leur consommation future à l'optimum, la fonction d'utilité représentant un comportement « cycle de vie ». Par conséquent l'accumulation courante du capital diminue, les dépenses réelles étant une fonction décroissante du taux d'intérêt réel de long terme, celui-ci augmente.

Une autre explication de la liaison entre le taux d'intérêt nominal de court et le taux d'intérêt réel de long terme utilise le modèle des anticipations de la structure par terme des taux (J.B.Taylor, 1995) qui stipule que le taux d'intérêt réel à long terme est une moyenne pondérée des prévisions relatives aux taux d'intérêt à court terme futurs. Selon cette conception, une augmentation du taux d'intérêt de long terme suit une augmentation du taux d'intérêt de court terme mais l'ampleur de la variation dépendra des anticipations de la structure future des taux d'intérêt à court terme. Par exemple si les participants au

marché anticipent que cette augmentation n'est que le début d'une hausse cumulative des taux à court terme alors le taux de long terme augmentera plus que le taux à court terme.

Ce mécanisme pour cohérent qu'il soit a été critiqué en raison de sa simplicité et de ses restrictions(A.H.Meltzer, 1995) :

- il néglige l'ajustement du stock de titres de crédit et de placement ;
- le modèle IS-LM original considère un taux d'intérêt unique ne distinguant pas entre le taux à court terme explicatif de la demande de monnaie et le taux à long terme déterminant l'investissement ;
- il n'y a aucun rôle assigné à l'intermédiation financière de sorte que la monnaie est égale à la base monétaire ou strictement proportionnelle à celle-ci ;
- le canal du crédit ne distingue pas entre les changements transitoires et les changements permanents dans les variations nominales et réelles du taux d'intérêt.

En raison de toutes ces lacunes beaucoup d'auteurs vont chercher à le compléter.

### **1.2.2. Les canaux des prix des autres actifs**

Dans toute économie ouverte, il existe à côté de la monnaie nationale deux autres actifs : les devises et les titres financiers.

#### **a) Le canal du taux de change**

Ce processus s'appuie sur la théorie de la parité des taux d'intérêt selon laquelle le différentiel de taux d'intérêt entre deux pays est égal à la variation anticipée du taux de change entre ces deux pays. Ainsi nous pouvons voir comment la politique monétaire peut affecter le taux de change. Supposons une action des autorités monétaires visant à réduire la quantité de monnaie, alors il s'en suit une augmentation du taux d'intérêt à court terme qui, étant données les rigidités des prix et des salaires affecte le taux d'intérêt réel à long terme et le taux de change réel. En effet cette hausse du taux d'intérêt à court terme augmente l'attrait des actifs libellés en monnaie nationale au détriment des actifs libellés en monnaie étrangère, de sorte les agents anticipent une appréciation de la monnaie nationale qui réduit les exportations nettes et la production réelle.

J.B.Taylor (1995) considère que le processus ne s'arrête pas là puisque les relations entre les éléments de la politique monétaire forment un cercle et les mouvements de la production réelle et des prix conduisent à une modification du taux d'intérêt à court terme à travers une politique de règles ou une fonction de réaction.

b) Le canal des autres prix

Ce canal a été explicité dans trois directions : la modification des prix relatifs, le coefficient  $q$  de Tobin, l'effet de richesse.

- Dans une perspective monétariste, le canal du taux d'intérêt est partiel et incomplet. Une impulsion monétaire modifie la quantité de monnaie ainsi que le stock de titres, ce qui conduit à une modification de l'utilité (productivité) marginale de la monnaie et de l'utilité marginale des autres titres. La maximisation de l'utilité des détenteurs de monnaie provoque des changements dans les prix relatifs, les dépenses et le portefeuille de titres. En l'absence de commissaire-priseur et d'information parfaite, la politique monétaire conduit à une augmentation des coûts d'information pour savoir si ce changement est permanent ou transitoire, ou si ce changement est destiné à compenser une modification de la demande de monnaie. Puisque ces coûts d'information et de transaction sont plus faibles pour les titres que les coûts de changement de la production ou d'ajustement de la consommation et des biens durables, le processus de transmission commence par le marché des titres. La réaction de ce marché et les nouveaux prix relatifs qui en découlent, dépendent de l'action choisie (changement de la base ou du stock de titres) et perturbent l'équilibre du marché des biens. Cette interaction entre le marché des titres et celui des biens affecte le marché du travail, les recettes fiscales et les dépenses publiques.

- Le coefficient  $q$  de Tobin se définit comme le rapport entre la valeur boursière des entreprises et le coût de remplacement de leur capital. Si  $q$  est élevé, le marché anticipe une rentabilité future plus élevée, les entreprises peuvent alors émettre des actions pour financer de nouveaux investissements. Une politique monétaire expansive accroît la quantité de monnaie au-delà du niveau désiré. Le marché des titres offre aux agents une opportunité de dépenser cette richesse supplémentaire. Dans une conception keynésienne, la diminution du taux d'intérêt rend les obligations moins attractives que les actions, ce qui suscite une hausse des cours de ces dernières. Cette hausse entraîne une augmentation du coefficient  $q$  et des dépenses d'investissement. En somme « la politique monétaire accroît

la demande d'actions, ce qui augmente leur prix, réduit le coût du capital, et partant augmente l'investissement des entreprises » (A. Lavigne et P. Villieu, 1996).

Cette théorie du q de Tobin peut également s'appliquer au marché de l'immobilier quand on considère que le logement est du capital.

-Une dernière explication de ce mécanisme des autres prix passe par la prise en compte des effets de richesse sur la consommation. Dans le modèle de cycle de vie de Modigliani, la consommation des individus est déterminée par leur richesse durant toute leur vie. Le patrimoine financier étant une composante de cette richesse, une augmentation du cours des actions suite à une politique monétaire expansive accroît la valeur de ce patrimoine et par voie de conséquence la consommation. Si l'offre répond à la demande alors la production augmente. De même, l'augmentation du prix des terrains et des logements suite à une expansion monétaire aboutit à une hausse de la demande globale.

### **1.2.3. Le canal du crédit**

Comme les auteurs monétaristes, la «lending view» considère que l'activité sur le marché du crédit est une importante partie du mécanisme de transmission omise par la théorie standard. Le canal du crédit s'appuie sur les imperfections financières, la classification des emprunteurs. Les auteurs ont élaboré deux modèles concernant ce canal :

#### **a) L'accélérateur financier**

Le mécanisme de l'accélérateur financier, encore appelé canal de l'actif net ou canal large du crédit, utilise deux hypothèses :

- l'existence d'asymétrie d'informations ;
- les financements interne et externe ne sont pas parfaitement substituables.

Ainsi les prêteurs et les emprunteurs nouent des relations de type "principal – agent" dans lesquelles le prêteur (principal) met en place lors de la passation de contrat des mécanismes d'incitation qui poussent l'emprunteur (agent) à l'effort optimal pour rembourser sa dette (aléa moral ex ante) et à déclarer le résultat exact de son activité (aléa moral ex post). Dans le cas où le prêt est gagé sur la richesse nette de l'emprunteur, les coûts d'incitation disparaissent mais il reste les coûts d'évaluation et de sélection des

projets. Si le prêteur affecte ces coûts à l'emprunteur alors on dit que celui-ci supporte une "prime de financement externe" par rapport au financement interne. Comme l'indiquent B.S. Bernanke et M. Gertler (1995) l'accélérateur financier est fondé sur " une prédiction théorique selon laquelle la prime de financement externe que confronte un emprunteur dépendrait de la position financière de l'emprunteur. En particulier, plus important est l'actif net de l'emprunteur ( défini comme la somme de ses titres liquides et de sa richesse à gager), plus faible devrait être la prime de financement externe". Donc une position financière plus large permet à l'emprunteur de réduire son conflit potentiel avec le prêteur soit par une participation plus importante au financement du projet ou à l'achat de biens durables (pour les ménages) soit en offrant une richesse de gage plus importante. Puisque la position financière des emprunteurs affecte la prime de financement externe et les conditions des crédits demandés, les changements dans la qualité de l'actif net affectent l'investissement et les décisions de dépense.

Comment se manifeste le canal de l'actif net? Une politique monétaire restrictive affaiblit directement l'actif net des emprunteurs de deux manières: d'une part l'augmentation du taux d'intérêt augmente les versements d'intérêt à court terme (une grande partie de la dette étant à court terme), réduit les cash flows nets et affaiblit la position financière de l'emprunteur. D'autre part l'augmentation des taux d'intérêt réduit le prix des titres et détériore la richesse nette de l'emprunteur. La politique monétaire réduit indirectement les cash flows nets et la richesse nette par l'augmentation de l'écart financier (différence entre les emplois de la firme et ses ressources attendues des commandes des clients).

Le canal de l'actif net n'affecte pas toutes les entreprises de la même manière et à partir des coûts d'agence, de l'évaluation du risque, de la valeur de la richesse et de la probabilité de faillite, il s'opère une classification des emprunteurs. Les petites entreprises vont ainsi supporter une prime de financement externe plus élevée.

#### b) Le canal du crédit bancaire

Le canal du crédit bancaire est fondé sur l'idée que les banques ont une importante capacité à résoudre les problèmes d'asymétrie d'information et que certains emprunteurs pour des raisons juridiques (ménages) ou du fait de leur qualité (petites et moyennes entreprises), « bank-dependent borrowers », ne peuvent pas emprunter sur les marchés

financiers et doivent recourir au crédit intermédié. En plus de l'imparfaite substituabilité entre le financement externe et le financement interne, ce canal encore appelé canal étroit du crédit suppose une substituabilité imparfaite entre le financement bancaire et le financement obligataire, et une substituabilité imparfaite entre les dépôts et les autres sources de refinancement. Au delà de son impact sur le bilan des emprunteurs, la politique monétaire peut affecter la prime de financement externe en modifiant l'offre de crédit intermédié. Si l'offre de prêts bancaires est réduite pour une raison quelconque, les emprunteurs dépendants vont supporter des coûts additionnels du fait de la recherche d'un nouveau prêteur et de l'établissement d'une nouvelle relation de confiance ou renoncer à la dépense. Par conséquent la réduction de l'offre de crédit bancaire augmente la prime de financement externe et réduit l'activité réelle. Dans le cas d'une politique monétaire restrictive (par exemple la Banque Centrale vend des titres publics à l'open market), les réserves bancaires se réduisent alors que le portefeuille des titres des banques augmente. L'offre de prêts bancaires se réduit du fait de la disponibilité réduite des fonds prêtables et du fait que les banques pour réduire les dépôts (éviter le risque de liquidité) doivent réduire leurs crédits offerts.

Une conséquence importante de ce canal est que la politique monétaire affecte davantage les petites entreprises plutôt que les grandes entreprises qui peuvent recourir aux marchés financiers.

Le canal du crédit bancaire s'appuie sur deux propositions : les dépenses de certains emprunteurs dépendent des prêts bancaires d'une part et la politique monétaire modifie l'offre de crédit bancaire relativement aux autres formes de crédit.

La première proposition est critiquable puisqu'en réalité les emprunteurs peuvent recourir à d'autres types de crédit tels que celui des compagnies financières, le crédit commercial, etc. Dans ces conditions, le problème est de savoir comment les emprunteurs peuvent substituer ces différentes sources de financement et ce qui se passe s'ils n'y parviennent pas.

Une vision opposée à la deuxième proposition suppose que les variations de la demande d'emprunt induites par les impulsions monétaires expliquent mieux les variations du crédit. En effet tant que le prêt est rentable, les banques peuvent recourir à d'autres moyens comme la vente des titres, l'émission de certificats de dépôt pour prêter.



## 2. Les analyses empiriques

Nous allons à présent voir les études sur les effets de la politique monétaire à travers les deux objectifs clefs de toute politique économique à savoir la croissance économique et la stabilité des prix. Nous étudions la relation monnaie- activité (2.1) et la relation monnaie- inflation (2.2)

### 2.1 Politique monétaire et croissance

Beaucoup d'études ont été menées pour mesurer l'impact de la politique monétaire sur la croissance et pour cela certains auteurs considèrent que la monnaie est un bien désiré par les fonctions qu'elle remplit tandis que d'autres considèrent la monnaie comme un facteur de production.

F. BRAYTON et al (1997) ont étudié à partir d'un modèle d'équilibre portant sur l'économie américaine les conséquences d'un choc monétaire transitoire. En supposant que les prix sont rigides et la production déterminée par la demande agrégée tandis qu'à long terme les prix s'ajustent parfaitement et l'équilibre est déterminé par l'offre de facteur, ils arrivent à la conclusion que les valeurs anticipées des variables influencent directement les taux d'intérêt et de change, diverses composantes de la demande agrégée, les salaires et les prix. Dans ces conditions une augmentation du taux nominal de la réserve fédérale engendre une anticipation d'un taux plus élevé dans le futur, ce qui augmente le taux des bons. Etant donné le lent ajustement des prix, le coût du capital pour les biens durables, la construction et l'investissement augmentent, de même que le taux de change entraînant une baisse de la demande agrégée et de la production, et le chômage augmente. Cette hausse du chômage actuel et anticipé conduit à une réduction des salaires et des prix. Cette réaction en forme de « bosse » de la production est une conséquence de l'interaction entre l'ajustement lent des composantes de la demande, de l'évolution des anticipations sur les futurs prix et quantités et de la réponse endogène de la politique monétaire à ce choc initial. Sur ce point un défi majeur des économistes est d'expliquer pourquoi la corrélation observée entre la monnaie et la production ne relève pas entièrement de la réaction endogène des agrégats monétaires au produit.

Pour cela, Coleman (1996) essaie de construire et d'estimer un modèle d'équilibre général stochastique dans lequel la monnaie est neutre. Comme il est improbable que les agrégats monétaires soient déterminés de manière exogène pour relever ce défi, il faut

comprendre à un niveau quantitatif comment la base monétaire et la masse monétaire au sens large peuvent réagir aux phénomènes économiques. Deux conclusions se dégagent de cette étude : même si l'autorité monétaire réagit à toutes les informations disponibles dans l'économie, ceci n'est pas suffisant pour observer une haute corrélation entre le produit et le délai plus ou moins long des réactions de la monnaie. Deuxièmement, même si les banques produisent la plupart des actifs monétaires, le ratio de dépôt en devises est plutôt affecté par les phénomènes qui suivent les chocs sur l'activité que par ceux qui les précèdent. Bien que ces résultats ne prouvent pas que la monnaie est significativement non neutre, la non concordance entre la corrélation observée et le modèle avec monnaie endogène fournit un support à la vision selon laquelle la monnaie affecte l'activité.

M. Feldstein et J. H. Stock (1994) étudient la possibilité d'utiliser un agrégat monétaire pour influencer la trajectoire du PIB nominal. Le résultat obtenu indique que la réserve fédérale pourrait probablement déterminer M2 de manière à réduire non seulement le taux d'inflation à long terme mais aussi la variabilité du taux de croissance annuel du PIB. Ce résultat contredit ainsi ceux qui soutiennent qu'il n'y a aucune relation stable entre le PIB nominal et M2, et ceux qui comme M. Friedman ont soutenu que la relation est si instable à court terme qu'elle ne peut être utilisée pour réduire la variabilité du PIB. En dépit d'une relation potentiellement utile entre le PIB et la masse monétaire, deux problèmes peuvent se poser dans l'application de cette stratégie la réserve fédérale ne contrôlant pas directement M2. En premier lieu la relation entre la base monétaire que la fédération contrôle et le PIB nominal est trop faible et erratique pour permettre de déterminer un objectif de production. En second lieu, il n'est pas certain qu'une modification de la politique de la réserve fédérale dans le contrôle de M2 ne changerait pas dans ce cas la forme réduite des paramètres de base reliant M2 et le PIB nominal. De plus les banquiers centraux s'opposent aux règles strictes de M2 car, ils ne souhaitent pas l'augmentation de la variabilité des taux d'intérêt à court terme qui en résulterait.

C'est l'effet de ces taux que W. Whitesell (1997) tente d'évaluer à partir d'un modèle macroéconomique à correction d'erreur. Il commence par vérifier la prédiction théorique selon laquelle le taux d'intérêt réel explique mieux les décisions de dépenses que le taux d'intérêt nominal. Les données semblent prouver le contraire. En effet une régression du taux de croissance réel à partir des données américaines entre 1962 et 1991 par rapport aux taux d'intérêt nominal et réel, de la réserve fédérale donne un coefficient

plus important pour le taux nominal. Whitesell évalue ensuite le modèle IS - LM et trouve que le PIB dépend positivement de la monnaie et négativement du taux d'intérêt tandis que la demande de monnaie apparaît comme une fonction positive de la production et négative du taux d'intérêt nominal. Pour terminer, cet auteur montre à partir des doubles moindres carrés que le revenu courant détermine la demande de monnaie de la période, la réciproque n'étant pas vérifiée.

Dans le cas de l'UEMOA, P.Kalulumia et P.Yourougou (1997) ont étudié la causalité monnaie – activité et ont trouvé les résultats suivants : La masse monétaire au sens large est reliée dans une liaison de long terme au PNB et ceci dans tous les pays tandis que  $M_1$  détermine l'activité seulement en Côte d'ivoire au Sénégal et au Togo. En étudiant la neutralité de la monnaie à partir des innovations sur  $M_1$  et sur  $M_2$ , ils aboutissent à la conclusion que  $M_2$  est un bon prédicteur de l'activité pour la Côte d'ivoire alors que pour le Sénégal, il s'agit de  $M_1$ .

L'approche que développe A.M.Niamkey (1991) est toute autre, puisqu'elle intègre la monnaie dans un modèle réel de croissance. Pour cela, l'auteur considère que les encaisses monétaires réelles sont un facteur de production à côté du capital et du travail. Il élabore un modèle à équations simultanées qu'il estime à partir des doubles moindres carrés et aboutit au résultat : « la monnaie (au sens large) joue un double rôle dans l'industrie ivoirienne. Elle est d'une part un facteur important de production et d'autre part son accroissement excédentaire par rapport à la production est inflationniste ». Un autre résultat est qu'en présence des encaisses monétaires réelles dans la fonction de production, le rendement d'échelle du travail devient décroissant. Une des faiblesses de cette approche est qu'elle ne nous dit pas pourquoi les ménages détiennent de la monnaie.

## **2.2 Politique monétaire et inflation**

La lutte contre l'inflation étant l'objectif principal de la politique monétaire, beaucoup d'études ont tenté de vérifier les effets de celle-ci sur cet objectif.

M.O.Odedokun (1995) essaie de tirer avantage des premières études sur les causes de l'inflation. Pour cela, il utilise des données de panel pour 35 pays au sud du Sahara entre 1971 et 1990 pour expliquer l'inflation des prix à la consommation et du déflateur du PIB. Il répartit ses variables en trois catégories :

- celles qui causent l'inflation à partir d'une augmentation de la demande agrégée de telle sorte que si le plein emploi n'est pas déjà atteint, l'augmentation de la production réelle accompagne l'inflation. L'expansion monétaire et le déficit budgétaire font partie de ces variables.

- La deuxième catégorie regroupe des variables de coût qui augmentent le coût unitaire de production de sorte qu'une contraction de la production réelle ou du PIB coexiste avec l'inflation.

- La troisième catégorie de causes d'inflation est l'anticipation sur l'inflation future. Cette anticipation affecte l'inflation courante mais à travers les canaux de la demande et de l'offre agrégées.

Au total, il travaille avec huit variables et en ce qui concerne la monnaie, les coefficients de la croissance monétaire sont positifs comme prévus et statistiquement très significatifs dans tous les cas. En moyenne une croissance monétaire de 1% augmente le déflateur du PIB de 0,3% et les prix à la consommation de 0,2%. L'étude étant basée sur des données de panel, les résultats obtenus sont utiles pour comprendre les déterminants de l'inflation en général mais ne caractérisent pas exactement tous les pays. Pour comprendre les effets spécifiques dans chaque pays, il est nécessaire d'utiliser des séries nationales.

M.P.Lowrey (1995) étudie les déterminants de l'inflation et de la croissance de l'offre de monnaie dans la zone CFA dans un contexte d'ancrage du franc CFA au franc français. Il tente ainsi de répondre aux deux questions suivantes : est-il possible d'établir une relation entre l'inflation en France et celle de la zone ? La politique monétaire de la zone est-elle indépendante de celle de la France ? Pour répondre à la première question il construit un modèle reliant le taux d'inflation dans les pays de la zone au taux d'inflation en France. En ce qui concerne l'indice des prix à la consommation, les données par pays et pour l'ensemble de la zone montrent des taux d'inflation similaires dans la plupart des cas tandis que les données portant sur le déflateur du PIB produisent des résultats mitigés. A partir de ces résultats, et si la théorie de la parité des pouvoirs d'achat est vérifiée, le modèle rejette l'hypothèse d'une surévaluation du franc CFA au début des années 1980 s'il ne l'était pas au début des années 1960. Sur la deuxième question, Lowrey construit un modèle reliant les variations du stock de monnaie CFA aux variations de l'offre de monnaie en France et aux écarts de croissance entre les pays de la zone CFA et la France.

L'estimation de ce modèle reste en droite ligne avec la prédiction selon laquelle la politique monétaire en zone CFA est déterminée par la France.

L.Doe et M.Diallo (1997) ont établi un modèle plus spécifique aux pays de l'UEMOA pour étudier les déterminants de l'inflation. Ce modèle comprend quatre variables explicatives (déflateur du PIB en France, taux d'intérêt relatif, taux de change réel anticipé, dépenses courantes réelles de l'Etat), la variable expliquée étant le déflateur du PIB ou l'indice des prix à la consommation. L'estimation s'appuie sur le mécanisme de correction d'erreur puisque certaines variables étant intégrées d'ordre un, l'utilisation des moindres carrés ordinaires n'est pas pertinente. Les auteurs confirment les résultats de Lowrey puisque de toutes les variables, l'inflation importée est la plus significative. Son influence apparaît dans tous les pays et le coefficient d'élasticité est même proche de un pour le Sénégal, le Mali et le Togo. L'importance de l'inflation en France comme déterminant des prix dans l'UEMOA s'explique par les liens commerciaux des pays de l'Union avec la France qui est leur premier fournisseur. S'agissant de la variable monétaire, les auteurs ont travaillé avec le taux d'intérêt relatif approximé par le différentiel de taux d'intérêt entre l'UEMOA et la France. Les résultats montrent que l'impact du taux d'intérêt sur le mouvement des prix à court terme n'est positif que pour le Sénégal et le Burkina Faso et qu'il est significatif uniquement dans le cas du second pays. La non significativité de la variable monétaire pousse les auteurs à conclure qu'« il est peu probable qu'une politique monétaire basée sur un effet de surprise ou la présence d'une illusion monétaire puisse être efficace dans les pays de l'UEMOA, ceteris paribus ». A long terme l'inflation importée n'est plus le seul déterminant ni même le plus significatif et dans ce cas l'application de politiques économiques et financières judicieuses peut permettre de stabiliser les prix.

## **Section2 La méthodologie**

Nous exposerons d'abord les hypothèses(1) puis nous expliciterons les variables (2) et enfin nous exposerons le modèle (3).

### **1. Les hypothèses**

Elles sont au nombre de quatre :

Hypothèse 1 : les taux débiteurs des banques suivent la même évolution que le taux d'escompte et le taux du marché monétaire.

Hypothèse 2 : la BCEAO est crédible de telle sorte que les agents ne s'attendent pas à une évolution différente de ses prévisions.

Hypothèse 3 : malgré la surliquidité, la Banque centrale est en mesure d'affecter l'offre de crédit des banques commerciales.

Hypothèse 4 : la Banque centrale ne réagit pas par rapport aux économies nationales mais en raison de la conjoncture d'ensemble de la zone.

## **2. Les variables**

Nous travaillerons avec un modèle à cinq variables :

- Le taux d'intérêt : il s'agit du taux appliqué aux emprunts des banques. Il représente la variable financière et pour conserver une homogénéité nous utilisons le taux nominal.

- Le déflateur du PIB: permet de mesurer les prix. En effet, l'indice des prix de détail repose sur les enquêtes des échantillons et le choix de postes variables d'un pays à un autre et peut-être même d'une époque à une autre.

- Le PIB : représente la mesure de l'activité et est égal à la somme des valeurs ajoutées ou des dépenses portant sur les biens et services nationaux (consommation finale, investissement et exportations nettes). Ici, nous ne nous préoccupons pas de son origine ni de sa répartition mais uniquement de son volume. Il s'agit du PIB réel et son évolution nous donne la croissance réelle.

- Les crédits à l'économie : sont une des contreparties de la masse monétaire. La valeur nominale de ces crédits est publiée de façon périodique (par trimestre) dans les notes d'information et statistiques de la BCEAO. Nous travaillerons avec les données réelles.

- Les avoirs extérieurs nets : sont une autre contrepartie de la masse monétaire. Dans l'UEMOA, cette variable représente un objectif-clef dont la BCEAO fait une

prévision lors de la programmation monétaire et son contrôle est très marqué. Pour cette variable aussi nous utilisons les données réelles.

En dehors des variables de taux d'intérêt qui sont de faible valeur nous procéderons à une transformation logarithmique. Nous notons :

LPIB comme le logarithme du PIB

LAE comme le logarithme de la valeur absolue des avoirs extérieurs nets

LCE comme le logarithme des crédits à l'économie

LDEFL comme le logarithme du déflateur du PIB

TE comme le taux d'escompte

TMM comme le taux du marché monétaire

### 3. Le modèle

Notre étude portera sur un modèle VAR. L'approche VAR est un système d'estimation par les moindres carrés ordinaires dans lequel chaque variable se présente comme une fonction de ses propres valeurs passées et des valeurs passées et courantes des autres variables. Cette méthode apparaît donc comme un processus dynamique dans lequel les variables sont reliées entre elles par des relations autorégressives, ce qui permet d'éviter un inconvénient majeur des modèles structurels à savoir les restrictions qui découlent des préjugés théoriques et des choix de l'auteur.

L'approche VAR qui ne s'applique que sur des séries stationnaires va nous permettre de voir les effets de la politique monétaire en analysant l'impact des chocs à travers la décomposition de variance.

Le modèle s'écrit  $Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$

Avec  $Y_t$  étant une matrice colonne composée des valeurs des cinq variables pour l'année  $t$ .

$\varepsilon$  étant une matrice d'erreurs

$p$  étant le nombre de retards.

Nous divisons notre période d'analyse en deux sous-périodes :

- celle caractérisée par l'absence de marché monétaire et l'application du contrôle direct (1963-1975). Le taux d'intérêt est représenté par le taux d'escompte ;

- celle caractérisée par la présence du marché monétaire. Le taux du marché monétaire devient le plus important.

Comme la plupart des auteurs qui ont travaillé avec le modèle VAR pour des données trimestrielles ont utilisé un retard de quatre à huit périodes, nous choisissons un décalage de un an. En effet la procédure économétrique de détermination de l'ordre consiste à répéter l'estimation VAR pour des valeurs supposées du nombre de retards et à retenir en fin de procédure la valeur qui minimise le critère de Akaike ou de Schwarz.

Concernant l'ordre des variables, le taux d'intérêt qui représente la variable de politique monétaire est toujours devant. Il est suivi des avoirs extérieurs, du déflateur, du PIB et des crédits à l'économie.

L'étude ne concerne pas le Mali et la Guinée Bissau. En effet, le Mali qui avait participé aux négociations et à l'élaboration du traité de l'Union Monétaire Ouest Africaine du 12 mai 1962 avait décidé de créer sa propre monnaie le 1<sup>er</sup> juillet 1962. Après cinq années d'expérience monétaire autonome, le Mali a conclu le 15 février 1967 avec le gouvernement français les modalités de son retour dans l'Union. Ce retour au sein de l'UMOA a pu être réalisé le 1<sup>er</sup> juin 1984. Par contre la Guinée Bissau n'a intégré l'Union qu'en 1994.

Le test ADF sur les différentes variables et pour les six pays donne les résultats suivants :



**Tableau 1 : Résultats du test de stationnarité**

Pays	Variables	ADF test statistic	1%critical value*	5%critical value	10%critical value
BENIN	D(LAE)	-6.681529	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LCE)	-3.101292	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LDEFL)	-3.179868	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LPIB)	-3.448951	-3.6422	-2.9527	-2.6148
BURKINA FASO	D(LAE,2)	-4.514362	-3.6496	-2.9558	-2.6164
	D(LCE,2)	-4.405086	-3.6496	-2.9558	-2.6164
	D(LDEFL)	-3.682042	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LPIB)	-6.823491	-3.6752	-2.9665	-2.6220
COTE D'IVOIRE	D(LAE)	-5.209289	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LCE,2)	-5.543725	-3.6496	-2.9558	-2.6164
	D(LDEFL,2)	-6.289904	-3.6496	-2.9558	-2.6164
	D(LPIB,2)	-5.70422	-3.6496	-2.9558	-2.6164
NIGER	LAE	-3.282094	-3.6661	-2.9627	-2.6200
	D(LCE,2)	-4.929967	-3.6661	-2.9627	-2.6200
	D(LDEFL)	-3.232384	-3.6576	-2.9591	-2.6181
	D(LPIB)	-2.980856	-3.6422	-2.9527	-2.6148
SENEGAL	D(LAE)	-4.846032	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LCE)	-3.801564	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LDEFL,2)	-5.361223	-3.6496	-2.9558	-2.6164
	D(LPIB)	-5.070887	-3.6422	-2.9527	-2.6148
TOGO	D(LAE)	-5.584114	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LCE)	-3.771504	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LDEFL)	-4.034259	-3.6422	-2.9527	-2.6148
	D(LPIB)	-5.584114	-3.6422	-2.9527	-2.6148

\*Mac Kinnon Critical Value for rejection of hypothesis of a unit root

Le taux d'escompte et le taux du marché monétaire sont intégrés d'ordre deux car le test ADF sur la différence seconde nous donne respectivement -5.624972 et -3.311794 pour des valeurs critiques ( au seuil de 5%) de -2.9558 et -3.0294.

En ne retenant que les variables significatives au seuil de 5%, nous travaillerons avec les variables suivantes :

**Tableau 2 : Présentation des variables de l'analyse**

BENÏN	D(LAE)	D(LCE)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(TESE,2)	D(TMM,2)
BURKINA FASO	D(LAE,2)	D(LCE,2)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(TESE,2)	D(TMM,2)
COTE D'IVOIRE	D(LAE)	D(LCE,2)	D(LDEFL,2)	D(LPIB,2)	D(TESE,2)	D(TMM,2)
NIGER	LAE	D(LCE,2)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(TESE,2)	D(TMM,2)
SENEGAL	D(LAE)	D(LCE)	D(LDEFL,2)	D(LPIB)	D(TESE,2)	D(TMM,2)
TOGO	D(LAE)	D(LCE)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(TESE,2)	D(TMM,2)

Au total le modèle va nous permettre d'évaluer les effets de la politique monétaire sur les objectifs de croissance économique, de stabilité des prix et d'avoirs extérieurs par l'intermédiaire du canal du crédit

## CHAPITRE III

### **ANALYSE EMPIRIQUE ET RECOMMANDATIONS DE POLITIQUE ECONOMIQUE**

Après avoir dégagé l'approche méthodologique, nous étudions dans ce chapitre quels sont les effets de la politique monétaire et quels enseignements pouvons-nous tirer de ce travail ? Pour ce qui concerne l'efficacité, la section 1 analyse par la décomposition de variances les réponses des différentes variables représentant des objectifs (PIB, avoirs extérieurs, déflateur) à des chocs de politique monétaire. La section 2 sera consacrée aux implications de politique économique qui découlent de ces résultats.

#### **Section 1 Résultats empiriques**

Dans une union monétaire, la Banque Centrale manie délibérément ses instruments étant donné les conditions prévalant dans l'ensemble de l'Union. Cette attitude que l'on étudie souvent par la fonction de réaction (1) produit des effets qui ne sont pas identiques d'un pays à un autre(2).

##### **1. La fonction de réaction de la BCEAO**

La fonction de réaction permet de voir le comportement d'une Banque Centrale au regard de l'évolution des variables endogènes. En effet ne pouvant pas atteindre directement les objectifs finals, l'institut d'émission porte sa décision et son action sur ses instruments (variables exogènes) qui produisent des effets sur l'économie.

Whitesell.W (1997) a utilisé le taux des fonds fédéraux comme représentant l'instrument de la politique monétaire de la Réserve Fédérale tandis que Debrun.X et Wyplosz.C (1999) ont recours au taux d'intervention retardé pour faire une comparaison des fonctions de réaction des différentes Banques Centrales de l'Union européenne avant la mise en œuvre de la politique monétaire commune.

Dans notre analyse, nous utilisons sur la période 1963 – 1975 le taux d'escompte (seul taux d'intérêt de la BCEAO sur la période) comme représentant la variable exogène. Sur la

période 1976 – 1998, la Banque Centrale ayant recours progressivement au contrôle indirect le taux du marché monétaire devient le principal instrument de politique monétaire.

Les variables à inclure dans l'analyse sont celles définies dans la méthodologie sauf les crédits à l'économie : le PIB et les avoirs extérieurs en termes nominaux sont la somme de ces variables pour les différents pays (sauf la Guinée Bissau et le Mali), le déflateur du PIB est une moyenne des différents déflateurs et les valeurs réelles des variables sont obtenues en divisant les grandeurs nominales par le déflateur.

La décomposition de variance a pour but de calculer la contribution de chaque innovation ou choc portant sur une variable à la variance de l'erreur. Si  $Y_{1t}$  est indépendant de  $\varepsilon_{2t}$  alors sa contribution à la variance de l'erreur doit être proche de zéro.

Les résultats du test de stationnarité sur les données de l'UEMOA donnent :

**Tableau 1 : Résultats du test de stationnarité pour l'UEMOA**

	ADF test statistic	1% Critical Value*	5% Critical Value	10% Critical value
D(LAE,2)	-3.583281	-3.6661	-2.9627	-2.6200
D(LDEFL)	-3.715376	-3.6422	-2.9527	-2.6148
D(LPIB)	-4.280364	-3.6576	-2.9591	-2.6181
D(TESE,2)	-3.638110	-3.6576	-2.9591	-2.6181
D(TMM,2)	-3.232468	-3.8572	-3.0400	-2.6608

\* Mac kinnon Critical Value for rejection of hypothesis of a unit root

La décomposition de la variance permet de savoir si les mouvements associés à une variable sont la cause de l'évolution d'une autre variable à partir de la contribution de la

première à la variance de l'erreur de prévision de la variable endogène. Nous allons à partir de là mesurer l'impact relatif des variables (tableau 2 et suivants).

Dans notre modèle le taux d'intérêt (taux d'escompte ou taux du marché monétaire) est la seule variable de politique économique et le choc s'applique sur celle-ci.

**Tableau 2: Décomposition de la variance du taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESE,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	0.542129	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.891880	85.07637	0.221982	14.16771	0.533937
3	1.133462	70.27977	0.219923	28.42052	1.079784
4	1.242194	61.14034	0.186705	37.23385	1.439114
5	1.274563	58.54077	0.303566	39.60534	1.550325
6	1.308375	60.40383	0.526793	37.59584	1.473528
7	1.369520	61.65876	0.663291	36.26870	1.409248
8	1.428938	60.43258	0.668058	37.45279	1.446575
9	1.460502	58.57287	0.640161	39.26892	1.518045
10	1.470395	57.87249	0.654481	39.92518	1.547848

Ordering: D(TESE,2) D(LPIB) D(LDEFL) D(LAE,2)

Sur la période 1963 – 1975, le tableau 2 montre que le taux d'escompte réagit plus à ses propres innovations et à celles portant sur le déflateur qu'aux variations des avoirs extérieurs et de l'activité. En effet, dès la deuxième période la part de sa variance expliquée par le déflateur atteint 14% et ne cesse d'augmenter pour atteindre 40% en fin de période. Par contre le PIB et les avoirs extérieurs contribuent sur toute la période pour moins de 3% à la variance du taux d'escompte.

Dans le tableau 3, le niveau d'activité dépend de ses propres valeurs mais cette dépendance diminue progressivement passant de près de 100% à la première période à moins de 50% en fin de période. La contribution totale du déflateur et du taux d'escompte augmente et représente à la dernière période 50% de la variance du PIB. La part des avoirs extérieurs quant à elle n'a jamais atteint 1%.

Le taux d'escompte explique plus de 40% de la variance du déflateur et en moyenne plus de 50% de la variance des avoirs extérieurs (tableau4). En effet sur la période 1963 – 1975, dans l'objectif de promotion de l'investissement le taux d'intérêt a été maintenu faible mais il en a résulté un transfert des capitaux vers l'extérieur. A partir de ce tableau, nous pouvons dire que le taux d'escompte est un instrument efficace de lutte contre l'inflation. Par ailleurs le niveau d'activité produit plus d'impact sur la stabilité des prix que sur l'équilibre extérieur alors que les innovations sur les avoirs extérieurs n'expliquent que de manière très faible la variance du déflateur et celle des avoirs extérieurs.

**Tableau 3 : Décomposition de la variance du PIB suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESE,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	0.542129	0.237237	99.76276	0.000000	0.000000
2	0.891880	2.382272	76.73393	20.67000	0.213794
3	1.133462	8.775392	71.49216	19.53193	0.200524
4	1.242194	17.00946	64.34922	18.41213	0.229193
5	1.274563	21.41267	57.66579	20.55099	0.370554
6	1.308375	21.88815	53.96760	23.62021	0.524038
7	1.369520	21.40178	52.78384	25.21223	0.602152
8	1.428938	22.03475	52.24030	25.11900	0.605955
9	1.460502	23.51963	51.08986	24.79131	0.599199
10	1.470395	24.50419	49.62679	25.24532	0.623696

Ordering: D(TESE,2) D(LPIB) D(LDEFL) D(LAE,2)

**Tableau 4 : Décomposition de la variance du déflateur et des avoirs extérieurs suite à un  
Choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Variance Decomposition of D(LDEFL):					
Period	S.E.	D(TESSC,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	0.542129	0.367201	10.91025	88.72255	0.000000
2	0.891880	20.76808	22.61345	56.38749	0.230974
3	1.133462	40.11148	16.59647	43.03856	0.253496
4	1.242194	46.45158	12.36100	40.64965	0.537765
5	1.274563	44.48717	10.38022	44.27872	0.853896
6	1.308375	42.00937	9.797013	47.16110	1.032517
7	1.369520	42.32177	9.698502	46.92910	1.050628
8	1.428938	44.37702	9.435635	45.17552	1.011820
9	1.460502	45.42696	8.967241	44.58143	1.024372
10	1.470395	44.93765	8.591030	45.38786	1.083465
Variance Decomposition of D(LAE,2):					
Period	S.E.	D(TESSC,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	0.045007	1.662452	22.63039	70.79496	4.912197
2	0.065332	50.21250	12.96626	34.45781	2.363434
3	0.068828	64.70098	7.675949	26.19097	1.432093
4	0.072646	59.50671	5.219475	33.74367	1.530147
5	0.076742	52.64262	4.294815	41.28236	1.780213
6	0.079331	49.75526	4.111755	44.23338	1.899611
7	0.080241	51.33938	4.134738	42.68853	1.837349
8	0.080713	53.51399	4.004730	40.74182	1.739461
9	0.081675	53.40795	3.761686	41.09843	1.731938
10	0.082899	52.00165	3.590840	42.62353	1.783987
Ordering: D(TESSC,2) D(LPIB) D(LDEFL) D(LAE,2)					

**Tableau 5 : Décomposition de la variance du taux d'escompte (1976 – 1998)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	1.341068	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.632804	92.05689	6.588371	0.707946	0.646792
3	1.745263	88.05024	10.53059	0.640346	0.778832
4	1.786099	85.86528	12.71394	0.617040	0.803741
5	1.798590	85.00275	13.58593	0.610462	0.800856
6	1.801917	84.71423	13.87668	0.610829	0.798262
7	1.802688	84.64230	13.94702	0.612928	0.797756
8	1.802888	84.63067	13.95720	0.614102	0.798032
9	1.802971	84.63044	13.95662	0.614602	0.798338
10	1.803017	84.63071	13.95604	0.614746	0.798500

Ordering: D(TESC,2) D(LPIB) D(LDEFL) D(LAE,2)

**Tableau 6 : Décomposition de la variance du taux du marché monétaire(1976 – 1998)**

Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	1.416378	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.630812	78.70842	7.404793	0.043722	13.84306
3	1.679811	74.59349	9.670712	1.973226	13.76258
4	1.682543	74.39349	9.858248	2.025319	13.72294
5	1.683978	74.29422	9.974277	2.025277	13.70623
6	1.684247	74.28131	9.980155	2.024651	13.71389
7	1.684359	74.27784	9.979047	2.026828	13.71629
8	1.684390	74.27759	9.978679	2.026846	13.71688
9	1.684401	74.27712	9.978693	2.026945	13.71724
10	1.684403	74.27703	9.978732	2.026968	13.71727

Ordering: D(TMM,2) D(LPIB) D(LDEFL) D(LAE,2)



En rapprochant les tableaux 5 et 6 on se rend compte que la variance du taux d'escompte est expliquée pour plus de 85% en moyenne par ses propres innovations et pour 10% par le PIB. Les innovations sur le taux du marché monétaire expliquent 75% de la variance de ce taux et les trois autres variables (PIB, déflateur, avoirs extérieurs) expliquent 25% ; ce qui confirme notre prédiction selon laquelle le taux du marché monétaire est sur cette période l'instrument de politique monétaire le plus significatif.

A partir des tableaux 7 et 8, nous voyons que le taux du marché monétaire produit dans l'ensemble de la zone plus d'effets sur les avoirs extérieurs (15% à partir de la troisième période) et ses effets sont plus importants pour l'objectif de stabilité des prix que celui de la croissance. Ce résultat apparaît normal puisque par ordre de priorité des objectifs, nous avons : les avoirs extérieurs, la lutte contre l'inflation et la croissance. Le niveau d'activité affecte plus le déflateur et les avoirs extérieurs, ce qui montre que ces deux variables sont plus dépendantes du PIB qu'elles ne le déterminent. En regardant la contribution des avoirs extérieurs à la variance du déflateur et la part de la variance des avoirs extérieurs expliquée par le déflateur, on voit que la variable dépendante est l'équilibre extérieur (dès la deuxième période 11% de la variance est expliquée par le déflateur).

Puisque nous avons étudié la fonction de réaction et trouvé que le taux du marché monétaire est l'instrument dominant sur la période 1976-1998, nous pouvons maintenant évaluer les effets de la politique monétaire pour chaque État membre et la portée du canal du crédit.

**Tableau 7 : Décomposition de la variance du PIB suite à un choc sur le taux du marché  
Monétaire (1976 – 1998)**

Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	1.416378	0.081145	99.91886	0.000000	0.000000
2	1.630812	6.135975	93.22186	0.069443	0.572726
3	1.679811	9.282184	87.90708	0.210422	2.600310
4	1.682543	10.47266	85.52636	0.477867	3.523110
5	1.683978	10.83830	84.85678	0.530447	3.774476
6	1.684247	10.90471	84.69985	0.548152	3.847280
7	1.684359	10.91398	84.67514	0.552179	3.858697
8	1.684390	10.91434	84.67322	0.552565	3.859882
9	1.684401	10.91419	84.67332	0.552599	3.859895
10	1.684403	10.91420	84.67331	0.552598	3.859894

Ordering: D(TMM,2) D(LPIB) D(LDEFL) D(LAE,2)

**Tableau 8 : Décomposition de la variance du déflateur et des avoirs extérieurs suite à un choc sur le taux du marché monétaire(1976 – 1998)**

Variance Decomposition of D(LDEFL):					
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	1.416378	6.250590	5.914315	87.83509	0.000000
2	1.630812	8.254258	6.295917	84.57935	0.870477
3	1.679811	7.975391	7.382744	81.80152	2.840347
4	1.682543	8.011652	7.374024	81.68458	2.929743
5	1.683978	8.009505	7.374866	81.68593	2.929700
6	1.684247	8.011042	7.379788	81.67950	2.929668
7	1.684359	8.010903	7.379649	81.67791	2.931538
8	1.684390	8.011191	7.379631	81.67765	2.931533
9	1.684401	8.011232	7.379626	81.67757	2.931577
10	1.684403	8.011235	7.379633	81.67754	2.931590
Variance Decomposition of D(LAE,2):					
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LPIB)	D(LDEFL)	D(LAE,2)
1	0.134647	7.873067	3.536512	4.106337	84.48408
2	0.154119	13.94254	3.563553	10.94927	71.54464
3	0.160005	15.38250	3.540343	10.87284	70.20432
4	0.162229	15.26890	3.954454	10.97670	69.79994
5	0.162883	15.28475	4.000900	10.97403	69.74032
6	0.163065	15.28196	4.016479	10.97246	69.72910
7	0.163103	15.28204	4.020549	10.97226	69.72515
8	0.163110	15.28230	4.020680	10.97227	69.72475
9	0.163111	15.28255	4.020679	10.97225	69.72452
10	0.163112	15.28261	4.020674	10.97224	69.72447
Ordering: D(TMM,2) D(LPIB) D(LDEFL) D(LAE,2)					

## 2. Les effets de la politique monétaire

La politique monétaire étant définie dans l'ensemble de l'Union avec les mêmes instruments, nous allons mesurer son impact sur les différentes économies nationales. Pour cela nous évaluons la réponse des trois objectifs prioritaires à savoir les avoirs extérieurs, la stabilité des prix et la croissance à un choc monétaire (sur le taux d'intérêt) à travers le canal du crédit. Comme l'interprétation des coefficients dans une estimation VAR s'avère très délicate (en raison de leur nombre) nous allons, là encore recourir, à la décomposition de la variance pays par pays et par ordre alphabétique (sauf la Guinée Bissau et le Mali). Les tableaux qui serviront au commentaire se trouvent en annexe

### **Bénin**

Les avoirs extérieurs sont très dépendants du taux d'escompte (tableau 1.a). En effet dès la première période, il contribue pour 39% à la variance des avoirs extérieurs et pour 62% à la fin de la période. Ce résultat se justifie par le fait que le taux d'intérêt détermine le placement de l'épargne et son bas niveau entraîne une forte demande de devises pour des placements extérieurs. Les avoirs extérieurs répondent de moins en moins à leurs propres innovations (61% à la première période et 31% en fin de période).

L'inflation est très dépendante du taux d'escompte (tableau 1.b). Au fur et à mesure que la part de la variance expliquée par le déflateur diminue celle expliquée par le taux d'escompte augmente et atteint 57% en fin de période. Cette liaison nous paraît paradoxale car la transmission ne s'opérant pas par le canal du crédit, nous ne pensons pas que c'est le renchérissement du crédit qui augmente les prix.

Le niveau d'activité dépend faiblement du taux d'escompte (tableau 1.c) et c'est ce qui est confirmée par l'absence de transmission par le crédit (le taux d'escompte explique en moyenne 10% et les crédits expliquent 5% de la variance du PIB). En théorie, le taux d'escompte bas devait stimuler la demande de crédit et l'investissement ce qui produit une augmentation du PIB mais en réalité le taux d'intérêt n'a pas pu promouvoir l'investissement privé.

Sur la période 1976 – 1998, le taux du marché monétaire est plus efficace pour atteindre l'objectif de croissance que pour la mobilisation des avoirs extérieurs et la lutte contre l'inflation. Dans le tableau 1.d, ce taux explique plus de 25% de la variance du PIB, plus de 6% de la variance du déflateur à partir de la troisième période et plus de 5% de la variance des avoirs extérieurs à partir de la même période. La transmission monétaire par le

crédit concerne davantage les avoirs extérieurs que les deux autres objectifs. Par ailleurs l'objectif de croissance est très dépendant des objectifs d'avoirs extérieurs et de stabilité des prix qui contribuent respectivement pour plus de 34% et 10% à la variance du PIB.

### **Burkina Faso**

Sur la période 1963 – 1975, la politique monétaire est plus efficace dans le maintien des prix et la relance de l'activité que pour l'équilibre extérieur. En effet sur cette période, la contribution du taux d'escompte à la variance tourne autour de 10% pour les avoirs extérieurs (tableau 2.a), alors qu'elle varie de 15% à la deuxième période à 36% à la dernière période (tableau 2.c). Par contre la contribution à la variance du PIB diminue de 83% à la première période à 39% à la dernière période (tableau 2.c). Cette diminution s'accompagnant d'un effet plus marqué sur les prix, nous concluons qu'à long terme le choc sur le taux d'escompte devient une source d'inflation. La transmission monétaire par le crédit devient de plus en plus manifeste et elle est plus grande pour la période où la contribution du taux d'escompte à la variance du PIB est plus faible à savoir la sixième période. L'évolution des avoirs extérieurs est plus dépendante de ses propres innovations que d'autres phénomènes.

Sur la période 1976 – 1998, on observe une relation très nette entre les impulsions monétaires et la variation du niveau d'activité mais la transmission ne s'effectue pas par le canal du crédit. Le taux du marché monétaire explique 17% de la variance du PIB à la dernière période (tableau 2.d). Cet instrument n'explique pas le niveau des avoirs extérieurs encore moins celui du déflateur. A part les avoirs extérieurs qui contribuent pour 21% à la variance du PIB, nous constatons que les variables - objectifs sont plus sensibles à leurs propres innovations

### **Côte d'Ivoire**

Dans le tableau 3.a, la réaction des avoirs extérieurs à leurs propres innovations ne dégage pas une tendance mais fluctue entre 80,6% et 98%. Par contre la réaction du déflateur et celle du PIB diminuent au fur et à mesure que la part de la variance expliquée par le taux d'escompte augmente (tableau 3.b et tableau 3.c). La réaction des prix est plus instantanée (43% à la première période) tandis que le PIB réagit avec un retard de deux périodes et c'est seulement à cette deuxième période que la part de la variance du PIB expliquée par les crédits commence à prendre de l'ampleur (10%). Le taux d'escompte explique mieux l'évolution des prix que celle de l'activité.

La réaction des trois objectifs au choc sur le taux du marché monétaire est importante mais le délai de réaction du PIB est plus long (trois périodes). De la deuxième à la dernière période ce taux explique 17% de la variance des avoirs extérieurs (tableau 3.d), 28% de la variance du déflateur alors que cette part n'est que de 12% en ce qui concerne le PIB et ceci à partir de la quatrième période. L'existence d'un canal de crédit est cependant faible (3% de la variance du PIB est expliquée par les crédits). Les avoirs extérieurs contribuent grandement aux mouvements des prix et de l'activité (18% pour le déflateur et 23% pour le PIB). Ceci paraît normal puisque la Côte d'Ivoire étant plus ouverte son économie est plus exposée aux mouvements internationaux des capitaux.

### **Niger**

Sur la période 1963 – 1975, le taux d'escompte apparaît comme un instrument efficace de politique monétaire. L'effet du taux d'escompte mesuré par la contribution à la variance atteint 23% pour les avoirs extérieurs en fin de période (tableau 4.a), 76% pour le déflateur (tableau 4.b) et 73% pour le PIB (tableau 4.c). La réaction du déflateur et celle du PIB sont instantanées car dès la première période, elles atteignent 50% et 49% ; ce qui veut dire qu'il existe un mécanisme qui permet aux agents d'intégrer les modifications de la politique monétaire dans leurs comportements dès la prise de décision. Le canal du crédit est étonnamment faible car il n'atteint pas 1% en ce qui concerne la variance du PIB

Sur la période 1976 – 1998 le taux du marché monétaire est déterminant dans l'évolution des avoirs extérieurs et des prix (tableau 4.d) mais sa liaison avec le PIB est très faible. La part de la variance du PIB expliquée par ce taux n'est guère supérieure à 7% et cette part est identique à celle expliquée par les crédits à l'économie. La contribution du déflateur à la variance du PIB est très importante (37% à la première période) mais cette part évolue en sens inverse au canal du crédit. Cela veut dire que dans le cas d'une contraction monétaire, il se produit une augmentation des prix qui pousse les entreprises à produire davantage. La part totale des avoirs extérieurs et du PIB dans l'explication des mouvements des prix n'atteint pas 10% de la variance.

### **Sénégal**

D'après le tableau 5.a, les avoirs extérieurs sont là encore faiblement reliés aux variations de la politique monétaire puisque la contribution du taux d'escompte à la variance

des avoirs extérieurs est au maximum égale à 3 % tandis que la part expliquée par les crédits est de 1,5%. Concernant le déflateur, la part expliquée par le choc monétaire est de 90% à la dernière période et on note une forte contribution (à la deuxième période) des crédits mais cet apport diminue, ce qui permet de penser qu'un resserrement de la politique monétaire engendre une augmentation du coût du crédit que les entreprises répercutent sur leur prix de vente. Quant au tableau 5.c, la décomposition de la variance rejette toute transmission des impulsions monétaires au secteur réel par le canal du crédit même si l'activité reste très sensible aux innovations sur le taux d'escompte. De 14 % à la première période la part de la variance du PIB expliquée par le taux d'escompte arrive à 82 % à la septième période.

L'effet du taux du marché monétaire sur les avoirs extérieurs entame une augmentation considérable à la deuxième période pour rester à 11% à la quatrième période (tableau 5.d). L'influence des autres variables sur les mouvements des devises est faible (3% pour les crédits, 5% à la dernière période pour le déflateur). Le taux du marché monétaire détermine les fluctuations des prix car la part de la variance du déflateur expliquée par ce taux est de 34% et ceci de la troisième à la dernière période alors que l'effet sur le PIB est sensiblement le même que celui sur les avoirs extérieurs. L'impact des avoirs extérieurs sur le déflateur est en moyenne égal à 18 %, ce qui est supérieur à l'effet total des avoirs extérieurs et du déflateur sur l'activité. Le canal du crédit n'apparaît pas et à juste titre car le recours au crédit bancaire reste faible.

## **Togo**

Il existe une forte liaison entre le taux d'escompte et les avoirs extérieurs sur la période 1963 – 1975, ce qui implique que ce taux détermine la demande et le placement des devises. La part de la variance expliquée par le taux d'escompte dépasse 50% de la deuxième à la dernière période (tableau 6.a). Cette variable est plus intéressante dans l'explication des mouvements des prix où l'impact à la dernière période est de 98% (tableau 6.b). Les résultats obtenus avec la décomposition de la variance du PIB sont les mêmes que ceux du tableau 6.a, ce qui veut dire que sur cette période le taux d'escompte est un bon instrument de politique monétaire pour le Togo.

Sur la période 1976 – 1998, le taux du marché monétaire n'explique pas suffisamment l'évolution des trois objectifs (tableaux 6.d et 6.e). Par contre les crédits sont significatifs dans l'explication de l'équilibre externe mais l'effet ne se manifeste qu'à partir de la deuxième période. On note une faible présence du canal du crédit (3% seulement de la

variance du PIB sont expliqués par les crédits). Le déflateur influence le niveau de l'activité alors que nous ne constatons pas l'inverse.

## **Section2 Les implications de politique économique**

Dans la section précédente, nous avons trouvé que la Banque Centrale compte tenu de la valeur des trois variables (avoirs extérieurs, déflateur et PIB) pouvait réagir à travers le taux du marché monétaire pour influencer le contexte économique global de l'Union, ce qui veut dire que son action est efficace mais cette efficacité est relativement faible surtout si nous évaluons les effets de la politique monétaire pour les différents pays. Il convient donc de voir les causes de cette faible efficacité (1) avant de dégager certaines propositions pour son amélioration(2).

### **1. Les obstacles à l'efficacité de la politique monétaire**

Les entraves à l'efficacité de la politique monétaire peuvent provenir aussi bien de l'offre et de la demande de monnaie que de la liaison entre la politique monétaire et les autres volets de la politique économique.

#### **1.2. Du côté de l'offre**

Ces obstacles relèvent des caractéristiques institutionnelles et du mécanisme de régulation indirecte :

-Le marché monétaire rénové est un des principaux instruments du « nouveau dispositif de gestion monétaire » adopté en 1989. Les modalités de fonctionnement de ce marché ont été modifiées en 1993 avec l'introduction d'un système d'adjudications sur la base d'enchères régionales dans le cadre duquel le taux d'équilibre est déterminé de manière à assurer l'écart le plus faible en valeur absolue entre les offres cumulées de placement et les demandes d'avances

Cependant après la dévaluation en janvier 1994, les taux d'intérêt ont été maintenus fixes pendant une assez longue période alors que le taux d'absorption des soumissions baissait de 69% à 6%. Cette situation qui résulte d'une stratégie de maintien de l'épargne dans la zone, n'est pas conforme au libre jeu des forces du marché et de flexibilité des taux d'intérêt qui caractérisent la régulation monétaire indirecte. Cette rigidité apparente du taux du marché monétaire affaiblit l'impact de la politique monétaire.



-Le contrôle adéquat de la base monétaire et de ses contreparties est plus effectif lorsque la Banque Centrale est indépendante. Concernant la BCEAO, malgré son autonomie relative qui résulte de son caractère multinational qui tranche avec la quasi-dépendance vis à vis des Etats membres et des autres Banques Centrales de la sous- région, l'Institut d'émission ne dispose pas de suffisamment de liberté pour utiliser tous les instruments dont elle dispose. En effet, la gestion du taux de change relève plus du domaine politique que du domaine économique car elle demeure de la compétence des Etats. De plus lors de la programmation monétaire, la Banque Centrale prend en considération d'autres objectifs de la politique économique que les gouvernements sont autorisés à définir. La Banque Centrale ne peut pas imposer aux Etats l'assainissement des finances publiques, comme en témoigne le dépassement dans les années 1980 et 1990 des plafonds des concours statutaires aux Trésors.

-La configuration actuelle du système bancaire conduit les banques commerciales à ne pas tenir suffisamment compte des signaux émis par la Banque Centrale. En effet même si cette dernière baisse ses taux, les banques primaires ne modifient pas pour autant leur taux de base à la baisse. Ce qui veut dire que la situation « quasi-oligopolistique » des banques de dépôts limite l'efficacité de la politique monétaire.

-La régulation monétaire indirecte même si elle présente l'avantage de s'appuyer sur les mécanismes de marché, ne garantit pas à la Banque Centrale la possibilité de réaliser ses objectifs car, ne disposant pas de moyens coercitifs, l'Institut d'émission utilise les incitations et rien n'assure que les agents économiques seront sensibles à celles-ci.

### **1.3. Du côté de la demande**

On peut noter :

-La faible prise en compte du secteur informel : la plupart des études retiennent la spécification de la théorie économique standard qui ne convient pas toujours aux économies dualistes (secteur formel – secteur informel) des pays en voie de développement. Les variables testées sont le plus souvent : le niveau d'activité (produit intérieur brut, produit national brut, revenu national), le taux d'inflation, le taux d'intérêt étranger (France) et le taux d'escompte.

-Toutes les études ont confirmé l'importance du revenu comme déterminant principal de la demande de monnaie. Par contre, plusieurs études ont démontré la non pertinence des variables de coût d'opportunité pour l'analyse de la demande de monnaie. Les variables qui

indiquent une influence significative du taux d'intérêt (Bénin, Togo) ne présentent pas le signe attendu. En effet, dans ces deux cas les coefficients sont positifs, phénomènes que les auteurs expliquent par des comportements d'anticipation des demandeurs de monnaie qu'il conviendrait d'approfondir.

#### **1.4. Politique monétaire et politique budgétaire**

Pourquoi coordonner les politiques économiques nationales et celles-ci avec la politique monétaire ? Dans un espace intégré comme l'UEMOA où l'unicité de la politique monétaire a atteint un degré rarement observé, la mise en place d'une politique macro économique crédible et efficace nécessite l'application de politiques budgétaires nationales concertées, ce qui se traduit par l'instauration d'un processus de surveillance multilatérale de celles-ci. Ce qui se fait depuis quelques années dans l'UEMOA. Un deuxième aspect de la coordination concerne l'articulation de la politique monétaire avec les politiques budgétaires. La position extérieure de l'Union approximée par le taux de couverture de l'émission monétaire et le financement des opérations des Etats par la Banque Centrale occupent une place importante dans la programmation monétaire. Conscients des méfaits d'une politique monétaire laxiste ou expansionniste, les Etats de l'Union ont décidé de limiter les concours de l'Institut d'émission aux Trésors à un plafond n'excédant pas 20% des recettes fiscales de l'année précédente. L'appartenance à l'Union requiert donc le respect d'une discipline minimale.

#### **2. Les propositions pour une amélioration de l'efficacité**

Nous pouvons maintenant tirer quelques leçons de l'analyse que nous avons faite :

❖ L'étude de la fonction de réaction a montré une forte corrélation entre l'objectif d'avoirs extérieurs et le taux d'escompte dès la deuxième période, alors que dans le cas où le taux d'intérêt est représenté par le taux du marché monétaire, cette corrélation est très faible.

La fonction de réaction montre également que le PIB n'est pas sensible au taux d'escompte, encore moins au taux du marché monétaire.

A court terme, la liaison entre le taux d'escompte et le déflateur du PIB est très faible, mais elle devient très significative à long terme. Il n'existe pratiquement pas de relation entre le déflateur et le taux du marché monétaire.

Au plan national, qu'en utilisant le taux d'intérêt, la BCEAO n'a dans aucun pays pu atteindre les trois objectifs (avoirs extérieurs, stabilité des prix et croissance). Comme l'indique le principe de Tinbergen, pour la réalisation des objectifs de la politique économique, il faut qu'il y ait au moins autant d'instruments. La forte corrélation observée entre les avoirs extérieurs et le taux d'escompte nous permet de conclure que la politique monétaire doit être utilisée pour la réalisation de cet objectif.

Avec l'ouverture et la déréglementation, la contrainte extérieure va se renforcer pour les pays de l' UEMOA, qu'elle concerne les taux d'intérêt, la contrepartie extérieure de la masse monétaire, etc. Les taux d'intérêt vont se trouver nettement plus que par le passé au cœur d'éventuels conflits entre les objectifs intérieurs et extérieurs de la politique monétaire. Celle-ci ne pourra pas faire disparaître ces conflits ni à elle seule les régler. Dans l'UEMOA, comme ailleurs, la politique monétaire risque cependant de continuer à supporter l'essentiel de l'ajustement, compte tenu des rigidités de la politique budgétaire et des incertitudes pesant sur les politiques structurelles.

❖ A partir de la fonction de réaction, nous constatons que le taux d'escompte est sensible seulement au déflateur du PIB. Le taux du marché monétaire est sensible aux innovations sur les avoirs extérieurs, ce qui se justifie aisément puis que depuis la réforme de 1975, la BCEAO apprécie la conjoncture économique uniquement à partir des avoirs extérieurs. Un choix pareil peut être néfaste et coûteux car, sans une orientation claire visant à accroître les exportations et à réduire les sorties de devises, il sera très difficile de réaliser un objectif en termes d'avoirs extérieurs.

Le passage d'une politique monétaire directe à un réglage indirect de la liquidité soulève partout où il est effectué des difficultés et demande plus de temps que prévu.

En plus des exigences habituelles relatives à l'élasticité de la demande de crédit des agents non financiers et de la demande de refinancement des banques par rapport au taux d'intérêt, la régulation par les taux bute dans une sous-région comme l' UEMOA à deux contraintes :

-Le secteur informel est sans doute moins sensible aux variations du taux d'intérêt que le secteur formel. La réintermédiation de l'épargne informelle permettrait donc d'étendre le champ et l'efficacité de la politique monétaire.

-Pour une plus grande efficacité, la régulation par les taux d'intérêt requiert que le Trésor se finance exclusivement aux conditions du marché.

❖ La Banque Centrale doit poursuivre la mise en place du marché interbancaire. C'est une nouveauté importante mais c'est un marché assez rustique et ne peut être considéré comme fonctionnant de façon très satisfaisante. Notamment parce qu'on a un système d'intervention assez lourd de la part de l'Institut d'émission qui fixe un niveau à la fois de quantité de leurs interventions et également de leur taux (même si le marché monétaire fonctionne de façon similaire dans quelques pays avancés). La Banque Centrale doit améliorer progressivement le fonctionnement de ce marché de façon à ce que ses mécanismes soient plus libres à l'avenir et qu'on aille vers un vrai marché monétaire.

❖ Notre analyse a montré que le canal du crédit ne s'est manifesté que pour le Burkina Faso (déflateur du PIB et PIB), la Côte d'Ivoire (PIB) et le Sénégal (déflateur du PIB). Le canal du crédit est donc peu opérationnel dans la zone, ce qui signifie que la Banque Centrale doit encourager le crédit dans la conduite de la politique monétaire. Certes les autorités monétaires se sont attachées sur la période récente à abaisser les taux créditeurs minimums en vue d'abaisser le coût moyen des ressources des banques, mais il reste à mener d'autres actions. Il faut par exemple encourager les restructurations bancaires parce que c'est une condition essentielle de la reprise du crédit dans les pays de l'Union. Effectivement, les banques dans la zone sont dans une situation, dans certains cas, d'extrême fragilité et la mauvaise qualité du bilan de certaines expliquent un coût du crédit qui peut être élevé. Pour terminer sur l'aspect restructuration bancaire, l'amélioration de l'environnement juridique est certainement un facteur tout à fait crucial pour permettre un bon fonctionnement des circuits de financement.

❖ L'utilisation du même taux d'intérêt produit des effets différents d'un pays à un autre, ce qui veut dire que la politique monétaire entraîne des avantages et des coûts différents. En effet, le taux d'escompte réalise deux objectifs pour le Bénin (avoirs extérieurs et stabilité des prix), un objectif pour le Burkina Faso (croissance économique), deux objectifs identiques pour la Côte d'Ivoire, le Niger et le Sénégal (stabilité des prix et croissance économique) et les trois objectifs pour le Togo. Le taux du marché monétaire réalise l'objectif de croissance économique pour le Bénin et le Burkina Faso, les trois objectifs pour la Côte d'Ivoire, l'objectif des avoirs extérieurs pour le Niger, les objectifs de stabilité des prix et de croissance économique pour le Sénégal. Pour le Togo, nous ne constatons aucun effet d'un choc portant

sur le taux du marché monétaire. De plus, il existe une divergence entre la corrélation établie par la fonction de réaction et les différentes relations étudiées au niveau national. La BCEAO, en cherchant à atteindre un objectif commun d'avois extérieurs, influence les économies nationales de manière différente.

La position officielle est que la BCEAO en fixant les taux d'intérêt ne se préoccupe guère des conditions économiques nationales. Cette position est intenable. Il y aura des cas où une bonne politique monétaire pour l'Union infligera un coût très élevé et inacceptable pour un pays particulier. Une meilleure approche est donc de voir sous quelles conditions, et de quelle manière la Banque Centrale adaptera sa politique.

## CONCLUSION GENERALE

La politique monétaire au sein de l'UEMOA est-elle efficace ? Répondre à cette question de manière directe et tranchée peut paraître difficile voire impossible. En effet, la politique monétaire en tant que composante de la politique conjoncturelle doit influencer le sens et l'ampleur de la variation des différents agrégats mais son action doit tenir compte du contexte économique actuel et des structures et l'économie. C'est pour cela que nous avons commencé par présenter les économies de l'Union qui sont essentiellement caractérisées par la rigidité des structures de production, le manque d'imbrication entre les secteurs réel et financier, la bipolarisation des activités. Ce qui présage une certaine difficulté de mettre en place une politique monétaire efficace.

Le deuxième chapitre de notre travail s'est attaché à faire un rappel des recherches théoriques et empiriques qui portent sur les effets et les canaux de transmission de la politique monétaire. La plupart des études sont concluantes en ce qui concerne les effets sur la stabilité des prix et la croissance mais un point de divergence subsiste quant à l'ampleur et au délai de réaction. Cette revue de la littérature a débouché sur la détermination d'un modèle d'analyse pour l'UEMOA. La méthodologie s'appuie sur l'estimation VAR. Cette approche a beaucoup été critiquée : d'abord les résultats ne sont pas toujours stables et robustes, ensuite cette modélisation peut conduire à des conclusions erronées si les autorités monétaires réagissent à une variable qui n'est pas prise en considération dans le modèle, enfin l'estimation VAR ne permet pas une identification satisfaisante de la politique monétaire. Malgré ces quelques difficultés et problèmes, les modèles VAR restent très répandus dans l'analyse économétrique et leur utilisation permet de mesurer l'ampleur et la direction avec lesquelles les variables macroéconomiques réagissent à l'action des autorités monétaires.

Nous avons utilisé comme variables les taux de la Banque Centrale (taux d'escompte et taux du marché monétaire), les avoirs extérieurs nets, le déflateur du PIB, le PIB et les crédits à l'économie pour six pays. Compte tenu du fait que l'approche VAR suppose la constance de l'environnement économique, nous avons scindé notre période d'analyse en deux sous-périodes : celle de la régulation directe (1963 – 1975) et celle de l'instauration du marché monétaire (1976 – 1998).

Dans le dernier chapitre, une application empirique de la décomposition de la variance nous a permis d'étudier le comportement des autorités monétaires et de voir au

niveau national les effets du taux d'intérêt sur les avoirs extérieurs, le déflateur, le PIB, et d'apprécier par la même occasion le canal du crédit.

La fonction de réaction évalue l'ajustement du taux d'intérêt de la Banque Centrale en réponse à une modification du montant des avoirs extérieurs, du déflateur et du PIB.

Sur la période 1963 – 1975, la variable de politique monétaire est le taux d'escompte et ce sont les changements portant sur cette variable qui stimulent la réaction de la Banque Centrale plus que toute autre chose.

Sur la période 1976 – 1998, nous avons procédé à une comparaison de la décomposition des variances du taux d'escompte et du taux du marché monétaire. Les résultats montrent que la réaction de la Banque Centrale est mieux répartie quand il s'agit du taux du marché monétaire.

De plus, sur la période 1963 – 1975 le taux d'escompte apparaît comme un instrument efficace de lutte contre l'inflation alors que sur la période 1976 – 1998 le taux du marché monétaire est efficace dans la réalisation de l'objectif des avoirs extérieurs.

Au niveau national les effets de la politique monétaire sont multiples et variables d'une période à une autre et d'un pays à un autre. Ainsi, sur la période 1963 – 1975, le taux d'escompte est un instrument efficace de lutte contre l'inflation dans tous les pays alors qu'il ne permet de mobiliser les avoirs extérieurs qu'au Bénin, au Niger et au Togo. Cela se justifie puisque les économies de l'Union étant de faible taille, leurs taux d'intérêt ne déterminent guère les mouvements de capitaux. Le taux d'escompte détermine l'activité au Burkina, au Niger, au Sénégal, au Togo et dans une moindre mesure en Côte d'Ivoire.

Par contre le taux du marché monétaire réalise mieux l'objectif de croissance au Bénin et au Burkina et son impact sur les avoirs extérieurs est important pour le Bénin, la Côte d'Ivoire, le Niger. Le déflateur réagit au taux du marché monétaire en Côte d'Ivoire, au Niger et au Sénégal. Sur la période 1976 – 1998, le canal du crédit ne s'est pas manifesté sinon de manière très faible car comme nous l'avons souligné dans le premier chapitre aussi bien l'épargne que la demande de crédit sont plus déterminées par les conditions socio-économiques et la qualité des intervenants que le taux d'intérêt. La transmission par le crédit est plus effective sur la période 1963 – 1975 car de plus en plus les mouvements de capitaux suivent la conjoncture internationale.

## ANNEXES

### BENIN

**Tableau 1.a : Décomposition de la variance des avoirs extérieurs suite à un choc sur le taux d'escompte(1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESSC,2)	D(LAE)	D(LCE)
1	0.557276	39.44930	60.55070	0.000000
2	0.874361	28.38689	60.60523	11.00789
3	1.084799	38.72573	51.31429	9.959977
4	1.245241	45.49251	45.32301	9.184476
5	1.377513	50.19448	41.24144	8.564078
6	1.489583	53.75403	38.14383	8.102136
7	1.586253	56.53215	35.72436	7.743496
8	1.670750	58.75289	33.79071	7.456405
9	1.745316	60.56375	32.21398	7.222268
10	1.811598	62.06456	30.90721	7.028237

Ordering: D(TESSC,2) D(LAE) D(LCE)



**Tableau 1.b: Décomposition de la variance du déflateur suite à un choc sur le taux d'escompte(1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LDEFL)	D(LCE)
1	0.558862	4.197118	95.80288	0.000000
2	0.865551	18.99948	80.98784	0.012677
3	1.074025	26.26325	73.67783	0.058926
4	1.259547	32.93898	66.99712	0.063895
5	1.417225	38.47821	61.42974	0.092042
6	1.565920	43.32332	56.57921	0.097461
7	1.700881	47.47716	52.40746	0.115377
8	1.830743	51.17074	48.70835	0.120911
9	1.952559	54.39792	45.46893	0.133151
10	2.070901	57.30284	42.55873	0.138428

Ordering: D(TESC,2) D(LDEFL) D(LCE)

**Tableau 1.c : Décomposition de la variance du PIB suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LPIB)	D(LCE)
1	0.569545	10.43520	89.56480	0.000000
2	0.888611	7.995718	86.72534	5.278939
3	1.094864	8.988525	85.30935	5.702122
4	1.281025	9.281914	85.03692	5.681162
5	1.448736	9.797471	84.54954	5.652984
6	1.604812	10.32954	84.04769	5.622778
7	1.752733	10.86397	83.54450	5.591535
8	1.894522	11.41919	83.02126	5.559549
9	2.031706	11.98877	82.48463	5.526601
10	2.165359	12.57432	81.93293	5.492750

Ordering: D(TESC,2) D(LPIB) D(LCE)

**Tableau 1.d : Choc sur le taux du marché monétaire (1976 – 1998)**

Variance Decomposition of D(LAE):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE)
1	1.425261	1.501050	98.49895	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.573167	3.375587	91.47772	0.526105	0.066870	4.553722
3	1.624121	5.317708	86.91797	0.697447	0.304104	6.762774
4	1.631035	5.283228	86.55070	0.709809	0.315252	7.141016
5	1.633864	5.278929	86.49290	0.769498	0.318594	7.140079
6	1.634733	5.295315	86.47048	0.772085	0.325904	7.136219
7	1.634903	5.295199	86.46505	0.776747	0.326485	7.136521
8	1.634995	5.295850	86.46287	0.777909	0.327040	7.136326
9	1.635024	5.296098	86.46208	0.778355	0.327223	7.136240
10	1.635034	5.296146	86.46181	0.778533	0.327283	7.136226
Variance Decomposition of D(LDEFL):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE)
1	0.886795	4.176589	3.345637	92.47777	0.000000	0.000000
2	0.972907	5.646846	6.265168	81.54408	3.171854	3.372056
3	1.001496	6.647325	6.116479	80.18949	3.668546	3.378164
4	1.005088	6.963907	6.542692	79.14392	3.948133	3.401351
5	1.005678	7.041293	6.545241	79.01387	4.017569	3.382023
6	1.005956	7.088916	6.573994	78.90822	4.053401	3.375467
7	1.005990	7.102314	6.580311	78.87987	4.064427	3.373082
8	1.006003	7.107798	6.582909	78.86807	4.068967	3.372259
9	1.006009	7.109898	6.583899	78.86369	4.070616	3.371901
10	1.006011	7.110658	6.584284	78.86204	4.071240	3.371783
Variance Decomposition of D(LPIB):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE)
1	0.083109	26.92341	40.73178	2.456314	29.88849	0.000000
2	0.090110	26.06206	36.04904	10.60657	26.23255	1.049781
3	0.092662	25.50740	35.41053	11.28905	25.92885	1.864173
4	0.093618	25.49517	34.94119	11.94455	25.75163	1.867461
5	0.093905	25.48336	34.88931	12.05369	25.70027	1.873370
6	0.094027	25.47240	34.84174	12.13235	25.68237	1.871145
7	0.094070	25.47230	34.82778	12.15324	25.67644	1.870237
8	0.094086	25.47143	34.82224	12.16248	25.67391	1.869942
9	0.094092	25.47116	34.82014	12.16577	25.67307	1.869854
10	0.094094	25.47108	34.81936	12.16703	25.67273	1.869806
Ordering: D(TMM,2) D(LAE) D(LDEFL) D(LPIB) D(LCE)						

**Tableau 1.e : Données de base**

Années	Déflateur du PIB	Avoirs extérieurs nets (en mds)	Crédits à l'économie (en mds)	à PIB nominal (en mds)
1963	24,2	2,2	4,4	41,8
1964	24,7	2,1	4,9	42,7
1965	25,1	2,4	4,5	46,5
1966	26,2	2,6	4,3	48,2
1967	26	1,9	4,6	48,7
1968	25,9	2,4	5,1	51,9
1969	28	1,6	6,6	55,1
1970	23,8	4	7,4	69,7
1971	24,7	6,2	8,5	73,7
1972	25,6	6,1	10,4	83,1
1973	27,1	4,5	12,7	90
1974	34	7	16,5	104,4
1975	35,3	5,5	32,4	113,1
1976	40,2	6,3	32,1	134,3
1977	42,8	6,3	37,6	151,2
1978	46,4	0,9	45,1	168,6
1979	50,8	-17,7	63,5	193,5
1980	58,1	-23,2	85	245,6
1981	78,1	-12,9	87	349,2
1982	83,1	-36,7	125,9	411,9
1983	90,5	-62,4	132,9	439,4
1984	95,6	-38,1	116,9	466,2
1985	100	-43	145,4	499,8
1986	103,9	-35,9	132,6	502,7
1987	93,1	-56,6	124,8	460,6
1988	94,9	-55,6	137,8	483,7
1989	96,5	-23,8	103,4	488,4
1990	104,7	3,6	102,1	499,5
1991	106,6	40,7	86,2	530,9
1992	109,5	65,4	69,4	570,8
1993	112	69,5	67,7	596,4
1994	151,2	159,9	75	831,1
1995	178,2	146	80,4	1002,9
1996	178,1	172,7	102,4	1129,5
1997	184,2	214,7	71,7	1249,8
1998	187,5156	205,7	100,1	1360,6

mds : milliards

Source : International Financial Statistics Yearbook

## BURKINA FASO

**Tableau 2.a : Décomposition de la variance des avoirs extérieurs suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LAE,2)	D(LCE,2)
1	0.575032	10.60643	89.39357	0.000000
2	0.887232	9.660660	90.18088	0.158464
3	1.119776	10.06485	89.68492	0.250227
4	1.294443	10.56168	89.15779	0.280531
5	1.427849	10.92594	88.78520	0.288852
6	1.531784	11.18606	88.52275	0.291185
7	1.614218	11.38240	88.32564	0.291969
8	1.680532	11.53841	88.16926	0.292328
9	1.734446	11.66634	88.04110	0.292556
10	1.778627	11.77289	87.93438	0.292733
Ordering: D(TESC,2) D(LAE,2) D(LCE,2)				

**Tableau 2.b : Décomposition de la variance du déflateur suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LDEFL)	D(LCE,2)
1	0.576617	1.690079	98.30992	0.000000
2	0.840592	15.40911	69.41175	15.17914
3	1.097520	15.92874	68.83230	15.23895
4	1.355386	17.81031	67.28765	14.90204
5	1.627026	19.71950	65.72005	14.56045
6	1.919106	22.11709	63.75603	14.12689
7	2.237774	24.95748	61.42828	13.61424
8	2.588760	28.30102	58.68845	13.01053
9	2.977940	32.15713	55.52854	12.31434
10	3.411555	36.51202	51.95990	11.52807
Ordering: D(TESC,2) D(LDEFL) D(LCE,2)				

**Tableau 2.c : Décomposition de la variance du PIB suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LPIB)	D(LCE,2)
1	0.665101	82.68310	17.31690	0.000000
2	0.962496	47.02488	33.87153	19.10359
3	1.250283	38.77819	36.18706	25.03474
4	1.540574	32.93553	37.98712	29.07735
5	1.841211	29.82646	38.59249	31.58105
6	2.155829	29.50568	37.89068	32.60365
7	2.486565	32.40250	35.64877	31.94873
8	2.834674	38.59414	31.87261	29.53325
9	3.200853	47.35512	26.99176	25.65312
10	3.585392	57.20070	21.79160	21.00771
Ordering: D(TESC,2) D(LPIB) D(LCE,2)				

**Tableau 2.d : Choc sur le taux du marché monétaire (1976 – 1998)**

Variance Decomposition of D(LAE,2):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE,2)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE,2)
1	1.420603	0.131847	99.86815	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.580006	2.250997	96.74375	0.019988	0.929395	0.055867
3	1.618808	2.271426	95.51976	0.045423	2.104224	0.059163
4	1.642157	2.475352	94.91238	0.053770	2.495347	0.063146
5	1.649179	2.664991	94.67579	0.054582	2.534816	0.069821
6	1.650073	2.709433	94.63110	0.054531	2.532572	0.072365
7	1.650165	2.712243	94.62760	0.054539	2.532841	0.072774
8	1.650204	2.712228	94.62727	0.054546	2.533156	0.072797
9	1.650215	2.712353	94.62712	0.054547	2.533184	0.072797
10	1.650216	2.712379	94.62709	0.054547	2.533183	0.072797
Variance Decomposition of D(LDEFL):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE,2)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE,2)
1	0.681704	0.643558	2.974147	96.38229	0.000000	0.000000
2	0.700189	1.505102	4.248629	89.56153	3.188320	1.496415
3	0.704661	1.516877	4.966246	88.90394	3.144625	1.468315
4	0.707080	1.511353	4.947274	88.87897	3.167738	1.494664
5	0.708385	1.515011	4.955794	88.86930	3.166046	1.493845
6	0.708768	1.514940	4.956127	88.86455	3.169876	1.494510
7	0.708823	1.514987	4.956342	88.86403	3.170132	1.494508
8	0.708826	1.515194	4.956341	88.86362	3.170343	1.494499
9	0.708827	1.515257	4.956443	88.86346	3.170339	1.494502
10	0.708827	1.515267	4.956457	88.86344	3.170339	1.494502
Variance Decomposition of D(LPIB):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE,2)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE,2)
1	0.034353	0.187628	16.99610	5.140684	77.67559	0.000000
2	0.038776	10.34054	17.86345	3.532036	67.80752	0.456458
3	0.039340	15.84246	19.99588	3.144226	60.35060	0.666828
4	0.039416	16.86306	21.30149	3.024331	58.06131	0.749804
5	0.039428	16.90221	21.57367	3.007559	57.75437	0.762197
6	0.039431	16.89517	21.59323	3.006849	57.74148	0.763273
7	0.039431	16.89759	21.59227	3.006721	57.74017	0.763247
8	0.039431	16.89820	21.59263	3.006676	57.73926	0.763237
9	0.039431	16.89819	21.59276	3.006670	57.73914	0.763236
10	0.039431	16.89819	21.59276	3.006670	57.73914	0.763236
Ordering: D(TMM,2) D(LAE,2) D(LDEFL) D(LPIB) D(LCE,2)						

**Tableau 2.e: Données de base**

Années	Déflateur du PIB	Avoirs extérieurs nets (en mds)	Crédits à l'économie (en mds)	à PIB nominal (en mds)
1963	28,8	3,2	3,3	54,3
1964	29,3	2,8	4	50,4
1965	29,1	3	4,1	56,4
1966	29,7	3,8	3,6	58,2
1967	28,5	4,2	3,7	
1968	29,1	5,4	4,1	79
1969	32	6,6	5,7	83,9
1970	33,2	9,6	5,6	98,7
1971	33,8	10,8	6,1	101,6
1972	35,4	11,6	7,3	109,4
1973	37,5	15,3	9,2	109,7
1974	41,5	17,3	15,4	131
1975	44	15,9	21,7	137,7
1976	48,1	12,6	32,4	149,4
1977	60,5	5,9	46,1	184,9
1978	69,8	-2,6	56	222,5
1979	72,7	-0,9	57,7	252,5
1980	76,4	-0,2	60,2	272
1981	78,1	-0,7	66,7	324,2
1982	83,1	-2,9	75,9	359,6
1983	90,5	8,9	78	381
1984	95,6	26,3	76,2	390,6
1985	100	27,1	93,1	4639,3
1986	99,4	48,5	98,1	503,5
1987	94,3	66,8	103,1	676,6
1988	96,7	79,6	116,1	737,1
1989	101,9	66,5	137,3	787
1990	103,4	65,9	142,8	787,6
1991	98,4	75,7	110,2	822,5
1992	96,6	89,6	97,1	829,1
1993	100,6	106,5	88,5	872,8
1994	111,1	164,2	73,9	952,5
1995	122,1	236	80,6	1089,2
1996	127,1	220,1	91,5	1208,2
1997	128,6	203,5	165	1284,9
1998	128,4714	183,4	182,7	1430,7

mds : milliards

Source : International Financial Statistics Yearbook

## COTE D'IVOIRE

**Tableau 3.a : Décomposition de la variance des avoirs extérieurs suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESSC,2)	D(LAE)	D(LCE,2)
1	0.291088	1.996072	98.00393	0.000000
2	1.009808	18.55243	80.57586	0.871715
3	1.570972	10.43009	88.96191	0.607995
4	1.676200	6.064686	92.27484	1.660474
5	2.002953	11.15267	86.39288	2.454457
6	2.671484	11.71988	86.55485	1.725267
7	2.911777	7.097190	91.07065	1.832161
8	3.120120	9.163685	88.27061	2.565708
9	3.950254	12.22795	85.55497	2.217073
10	4.472147	8.112920	90.02021	1.866874
Ordering: D(TESSC,2) D(LAE) D(LCE,2)				



**Tableau 3. b : Décomposition de la variance du déflateur suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LDEFL,2)	D(LCE,2)
1	0.587005	42.75210	57.24790	0.000000
2	0.858668	46.12886	53.59008	0.281057
3	1.128649	54.85476	44.87529	0.269951
4	1.422925	64.39339	35.38901	0.217594
5	1.755623	72.77777	27.05517	0.167065
6	2.138731	79.54759	20.32694	0.125468
7	2.584592	84.78615	15.12076	0.093090
8	3.106948	88.73582	11.19555	0.068627
9	3.721606	91.66143	8.288079	0.050493
10	4.447017	93.80131	6.161465	0.037225

Ordering: D(TESC,2) D(LDEFL,2) D(LCE,2)

**Tableau 3.c : Décomposition de la variance du PIB suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LPIB,2)	D(LCE,2)
1	0.583028	1.517448	98.48255	0.000000
2	0.858450	4.537973	85.58712	9.874909
3	1.118879	17.17257	70.25181	12.57561
4	1.392348	33.19441	55.17338	11.63221
5	1.691322	47.72087	42.36881	9.910318
6	2.024842	59.45288	32.23691	8.310213
7	2.401373	68.55013	24.43392	7.015947
8	2.829784	75.49177	18.49266	6.015563
9	3.319821	80.74697	13.99741	5.255618
10	3.882451	84.70641	10.61090	4.682688

Ordering: D(TESC,2) D(LPIB,2) D(LCE,2)

**Tableau 3.d : Choc sur le taux du marché monétaire (1976 – 1998)**

Variance Decomposition of D(LAE):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL,2)	D(LPIB,2)	D(LCE,2)
1	1.467712	0.481814	99.51819	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.541641	17.74251	73.19959	0.609220	8.211620	0.237057
3	1.583456	17.55458	71.89343	0.610749	9.698264	0.242978
4	1.616144	17.48018	71.86834	0.611610	9.726746	0.313130
5	1.628081	17.58752	71.69727	0.640585	9.740399	0.334232
6	1.631700	17.65878	71.62883	0.646646	9.730949	0.334794
7	1.633374	17.66830	71.61752	0.646730	9.731523	0.335925
8	1.634237	17.67171	71.61341	0.647004	9.730834	0.337041
9	1.634612	17.67449	71.61045	0.647319	9.730336	0.337411
10	1.634768	17.67584	71.60907	0.647427	9.730128	0.337533
Variance Decomposition of D(LDEFL,2):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL,2)	D(LPIB,2)	D(LCE,2)
1	0.513599	2.113378	25.86219	72.02443	0.000000	0.000000
2	0.622409	27.59413	18.12348	50.56367	2.897153	0.821559
3	0.628047	28.53866	18.35477	49.25545	3.041321	0.809797
4	0.629806	28.46768	18.37045	48.78122	3.520604	0.860045
5	0.630616	28.43407	18.42418	48.71123	3.532418	0.898100
6	0.630924	28.51888	18.39535	48.65048	3.537193	0.898089
7	0.630991	28.53367	18.39148	48.63787	3.538886	0.898102
8	0.631019	28.53434	18.39252	48.63456	3.539595	0.898982
9	0.631035	28.53566	18.39261	48.63286	3.539450	0.899421
10	0.631042	28.53678	18.39241	48.63191	3.539371	0.899519
Variance Decomposition of D(LPIB,2):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL,2)	D(LPIB,2)	D(LCE,2)
1	0.051187	0.453503	19.22046	0.073301	80.25274	0.000000
2	0.062255	1.813352	26.91577	0.200049	67.85596	3.214866
3	0.063158	9.881228	24.22826	1.250752	61.25048	3.389281
4	0.063502	12.05836	23.70511	1.345446	59.53890	3.352181
5	0.063560	12.47460	23.69818	1.351230	59.07428	3.401716
6	0.063611	12.70450	23.67566	1.368549	58.81995	3.431344
7	0.063619	12.84198	23.65132	1.379073	58.68936	3.438269
8	0.063621	12.89964	23.64165	1.382264	58.63547	3.440975
9	0.063623	12.92229	23.63849	1.383482	58.61315	3.442583
10	0.063623	12.93250	23.63706	1.384118	58.60299	3.443333
Ordering: D(TMM,2) D(LAE) D(LDEFL,2) D(LPIB,2) D(LCE,2)						

**Tableau 3.e: Données de base**

Années	Déflateur du PIB	Avoirs extérieurs nets (en mds)	Crédits à l'économie (en mds)	PIB nominal (en mds)
1963	20,1	10,3	36,5	197,8
1964	20,5	14,4	47,3	239,7
1965	20,9	18,4	44,7	239,6
1966	21,8	22,3	48,2	258
1967	21,6	18,1	54,8	275,7
1968	21,5	26,1	65,5	326,5
1969	22,5	33,1	76,1	365,6
1970	24,3	45,2	89,3	414,9
1971	24,1	40,5	107,5	439,8
1972	24,3	20,1	128,8	471,8
1973	27	17,1	167,4	566,2
1974	31,7	29,5	238,5	739
1975	35,3	2,3	286,4	834,5
1976	39,5	-2,6	377,3	1114
1977	50,4	36,1	581,7	1539,3
1978	57,1	38,9	673,3	1783
1979	66,4	-42,9	773,7	1944,7
1980	76,2	-223,3	861,2	2149,9
1981	82,9	-383,9	947,7	2291,4
1982	89,2	-413,2	1010,3	2524,5
1983	94,2	-620	1091,1	2652,7
1984	98,2	-498,7	1076,8	2858,2
1985	100	-345,2	1053,8	3137,8
1986	109,7	-342,7	1061,8	3244,3
1987	117,4	-384,2	1142,8	3031,7
1988	125,5	-488,3	1143,8	3054,5
1989	126,8	-486,8	1091,8	3112,8
1990	125,8	-495,3	1062,7	2939,3
1991	127,9	-473,6	1053,7	2960
1992	133,3	-511,3	928,9	2920,5
1993	136,2	-515	878,5	2946,2
1994	171,7	-71,5	828,2	4256
1995	196,2	58,1	997,1	4987,7
1996	201,1	62,3	1016	5548,2
1997	212,4	100,5	1147,4	6176,2
1998	223,4448	113,5	1186,7	6893,3

mds : milliards

Source : International Financial Statistics Yearbook

## NIGER

**Tableau 4.a : Décomposition de la variance des avoirs extérieurs suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	LAE	D(LCE,2)
1	0.600250	0.251496	99.74850	0.000000
2	0.919786	1.609672	97.05454	1.335791
3	1.217302	4.352597	94.27320	1.374199
4	1.506530	4.612139	93.93588	1.451977
5	1.804575	7.552105	90.99503	1.452865
6	2.115872	9.046512	89.52155	1.431934
7	2.448573	12.25984	86.34186	1.398301
8	2.806604	14.92695	83.72160	1.351445
9	3.195947	18.74939	79.95277	1.297841
10	3.621093	22.52084	76.24487	1.234294

Ordering: D(TESC,2) LAE D(LCE,2)

**Tableau 4. b : Décomposition de la variance du déflateur suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LDEFL)	D(LCE,2)
1	0.236036	49.02369	50.97631	0.000000
2	0.803469	48.92918	50.11774	0.953085
3	1.087405	54.92569	44.36867	0.705639
4	1.458124	60.95973	38.52108	0.519197
5	1.923631	66.02830	33.60128	0.370421
6	2.508384	69.80445	29.94086	0.254681
7	3.252086	72.46139	27.36471	0.173905
8	4.201852	74.23093	25.64891	0.120159
9	5.417902	75.36745	24.54694	0.085608
10	6.977391	76.08142	23.85468	0.063907

Ordering: D(TESC,2) D(LDEFL) D(LCE,2)

**Tableau 4.c : Décomposition de la variance du PIB suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESC,2)	D(LPIB)	D(LCE,2)
1	0.520336	50.18618	49.81382	0.000000
2	0.919987	59.69120	39.70792	0.600881
3	1.167723	63.37486	36.08627	0.538874
4	1.381791	66.45772	32.97559	0.566688
5	1.555487	68.35702	31.08648	0.556501
6	1.704963	69.83788	29.60653	0.555590
7	1.834178	70.94146	28.50666	0.551888
8	1.947982	71.82175	27.62857	0.549672
9	2.049065	72.52896	26.92350	0.547547
10	2.139649	73.11205	26.34207	0.545877

Ordering: D(TESC,2) D(LPIB) D(LCE,2)

**Tableau 4.d : Choc sur le taux du marché monétaire (1976 – 1998)**

Variance Decomposition of LAE:						
Period	S.E.	D(TMM,2)	LAE	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE,2)
1	1.604382	12.20584	87.79416	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.757497	13.94786	82.40999	0.082073	3.276088	0.283993
3	1.812021	13.57228	81.23143	0.114848	4.745002	0.336438
4	1.846870	13.43452	80.43400	0.118503	5.642641	0.370334
5	1.868367	13.39888	80.15816	0.127635	5.930700	0.384625
6	1.887051	13.37870	80.03841	0.129704	6.065867	0.387318
7	1.901497	13.37600	80.00118	0.131047	6.101460	0.390316
8	1.914192	13.37325	79.98476	0.131374	6.120272	0.390340
9	1.924711	13.37348	79.98029	0.131549	6.123571	0.391113
10	1.933849	13.37312	79.97768	0.131586	6.126503	0.391120
Variance Decomposition of D(LDEFL):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	LAE	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE,2)
1	0.777781	0.037137	2.917136	97.04573	0.000000	0.000000
2	0.852554	8.949496	2.465742	82.23356	5.800756	0.550441
3	0.864271	9.704344	2.436781	81.13784	6.129396	0.591638
4	0.869225	9.816596	2.410018	80.24656	6.939990	0.586836
5	0.870809	9.940503	2.411270	80.05415	6.964645	0.629436
6	0.871468	9.959151	2.409052	79.88611	7.109159	0.636525
7	0.871674	9.998993	2.411327	79.82378	7.103479	0.662417
8	0.871763	10.01450	2.412413	79.75730	7.141286	0.674509
9	0.871788	10.03540	2.414137	79.71707	7.142462	0.690930
10	0.871802	10.04845	2.415368	79.67696	7.157270	0.701949
Variance Decomposition of D(LPIB):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	LAE	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE,2)
1	0.094623	1.346407	9.652227	37.77729	51.22408	0.000000
2	0.103236	2.267698	8.275190	34.00662	51.54025	3.910244
3	0.104240	2.433905	7.785283	31.08080	54.80043	3.899582
4	0.104818	3.758539	7.692535	30.22266	53.31174	5.014526
5	0.104954	4.292056	7.573000	29.26623	53.56945	5.299263
6	0.105065	5.113560	7.545252	28.76543	52.72874	5.847019
7	0.105107	5.616366	7.496503	28.24844	52.50756	6.131135
8	0.105151	6.144958	7.474018	27.88502	52.03736	6.458637
9	0.105177	6.534553	7.446658	27.54875	51.78529	6.684749
10	0.105204	6.893725	7.428589	27.28343	51.49288	6.901374
Ordering: D(TMM,2) LAE D(LDEFL) D(LPIB) D(LCE,2)						

**Tableau 4.e: Données de base**

Années	Déflateur du PIB	Avoirs extérieurs nets (en mds)	Crédits à l'économie(en mds)	à PIB nominal (en mds)
1963		1,7	5,6	66
1964		0,9	6,6	66,4
1965	22,6	-0,4	8,6	74,1
1966	23,7	-0,1	9,8	96
1967	25	0,1	9,1	97,5
1968	26,5	-0,1	10,5	95,5
1969	27,6	1,7	10,1	97,8
1970	28,7	4,5	10	111
1971	31,7	8,6	9,7	118,5
1972	39,3	11	10,7	136
1973	41,6	11,9	12,5	128,1
1974	48,6	10,7	21	159
1975	46,4	11	28,5	157,7
1976	53,1	18,7	28,3	232,5
1977	61,8	23,4	32,4	288,8
1978	70	18,6	54	359,2
1979	84,4	17,3	75,4	443,2
1980	85,1	5,1	90,7	528,5
1981	89,1	14,7	104,2	601,5
1982	102,1	-28,7	113,6	663
1983	100,2	-25,3	118,3	687,1
1984	95,6	-8	108,4	626,4
1985	100	0,8	101,2	682,3
1986	96,2	8,7	114,6	659,6
1987	100,9	16,5	108,3	671,2
1988	94,5	29,3	107,2	678,2
1989	89,6	23,5	90,1	692,6
1990	90,6	26,1	83	669,8
1991	83,6	25,8	75,3	665,9
1992	83,6	27,6	72,4	620,6
1993	83,9	23,7	64,9	647,3
1994	121,5	23,2	71,4	787,1
1995	128,1	22,1	42	809,6
1996	126,1	12,2	43,3	649,4
1997	131,2		35,6	889,6
1998	135,7	-9,4	49,4	992,5

mds : milliards

Source : International Financial Statistics Yearbook

## SENEGAL

**Tableau 5.a : Décomposition de la variance des avoirs extérieurs suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E	D(TESSC,2)	D(LAE)	D(LCE)
1	0.556859	0.192630	99.80737	0.000000
2	0.800579	0.839413	97.63774	1.522849
3	1.055195	0.874697	97.62501	1.500295
4	1.317799	1.042557	97.45346	1.503982
5	1.605554	1.189313	97.30292	1.507763
6	1.924713	1.403375	97.08637	1.510250
7	2.284052	1.676326	96.80498	1.518697
8	2.691729	2.042839	96.42773	1.529434
9	3.157019	2.527799	95.92751	1.544694
10	3.690169	3.170847	95.26432	1.564837
Ordering: D(TESSC,2) D(LAE) D(LCE)				



**Tableau 5.b : Décomposition de la variance du déflateur suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESSC,2)	D(LDEFL,2)	D(LCE)
1	0.558261	3.923744	96.07626	0.000000
2	0.802046	47.42929	25.45667	27.11404
3	1.068871	56.30918	22.53726	21.15355
4	1.333837	70.49636	15.23603	14.26761
5	1.622482	78.13126	11.00303	10.86571
6	1.932675	83.85340	7.750520	8.396083
7	2.273360	86.82118	5.655737	7.523080
8	2.648029	88.61412	4.266282	7.119597
9	3.063212	89.48434	3.360515	7.155149
10	3.524649	89.92752	2.761955	7.310528
Ordering: D(TESSC,2) D(LDEFL,2) D(LCE)				

**Tableau 5.c : Décomposition de la variance du PIB suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESSC,2)	D(LPIB)	D(LCE)
1	0.537163	14.29336	85.70664	0.000000
2	0.764546	12.97169	86.28091	0.747401
3	0.979319	30.04030	69.44018	0.519520
4	1.149735	55.32945	44.12724	0.543318
5	1.279071	72.80466	26.28869	0.906653
6	1.372695	80.92565	17.80106	1.273296
7	1.454281	82.09160	16.30904	1.599365
8	1.562985	78.80986	19.35305	1.837086
9	1.737391	72.75668	25.26527	1.978056
10	1.992239	65.49516	32.50194	2.002905
Ordering: D(TESSC,2) D(LPIB) D(LCE)				

**Tableau 5.d : Choc sur le taux du marché monétaire (1976 – 1998)**

Variance Decomposition of D(LAE):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL,2)	D(LPIB)	D(LCE)
1	1.551327	0.420231	99.57977	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.604326	7.602233	85.45874	2.704303	0.284173	3.950547
3	1.626487	10.36976	80.18775	4.984627	0.505775	3.952089
4	1.641125	11.28132	79.20406	4.925224	0.662226	3.927173
5	1.645827	11.40152	78.97352	4.997143	0.668567	3.959244
6	1.646194	11.43185	78.93744	4.999914	0.672729	3.958065
7	1.646440	11.43046	78.93104	5.005624	0.672722	3.960158
8	1.646559	11.43573	78.92486	5.006141	0.673336	3.959941
9	1.646574	11.43569	78.92462	5.006245	0.673348	3.960098
10	1.646577	11.43587	78.92431	5.006355	0.673360	3.960102
Variance Decomposition of D(LDEFL,2):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL,2)	D(LPIB)	D(LCE)
1	0.277686	3.376391	18.55869	78.06492	0.000000	0.000000
2	0.317285	25.74794	21.84160	48.92155	2.761845	0.727068
3	0.330479	33.80743	18.83603	42.79478	3.166405	1.395353
4	0.332683	33.74732	18.80841	42.78769	3.171483	1.485103
5	0.333201	33.63696	18.86290	42.83462	3.162859	1.502656
6	0.333278	33.73966	18.83390	42.75222	3.174105	1.500114
7	0.333301	33.74253	18.83174	42.74771	3.173809	1.504223
8	0.333314	33.74254	18.83142	42.74804	3.173819	1.504191
9	0.333315	33.74269	18.83153	42.74763	3.173894	1.504257
10	0.333315	33.74297	18.83140	42.74743	3.173912	1.504290
Variance Decomposition of D(LPIB):						
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LDEFL,2)	D(LPIB)	D(LCE)
1	0.064779	8.028891	2.521558	7.442128	82.00742	0.000000
2	0.087262	10.01018	3.260481	9.472732	76.86963	0.386973
3	0.093970	9.607672	4.648691	12.09778	72.16039	1.485461
4	0.094054	12.87050	4.501912	11.65396	69.53690	1.436738
5	0.094214	13.02806	4.489074	11.64162	69.38660	1.454640
6	0.094306	13.02783	4.520309	11.72389	69.27182	1.456143
7	0.094313	13.10206	4.528303	11.71986	69.19496	1.454816
8	0.094315	13.12336	4.527548	11.71685	69.17680	1.455446
9	0.094316	13.12414	4.527889	11.71770	69.17484	1.455438
10	0.094316	13.12488	4.528227	11.71798	69.17349	1.455425
Ordering: D(TMM,2) D(LAE) D(LDEFL,2) D(LPIB) D(LCE)						

**Tableau 5.e : Données de base**

Années	Déflateur du PIB	Avoirs extérieurs nets (en mds)	Crédits à l'économie (en mds)	PIB nominal (en mds)
1963	23,1	11,4	34,3	178,2
1964	23,8	9,1	35,2	189,5
1965	24,1	7,1	34,5	198,8
1966	24,2	9,5	30,8	205,3
1967	24,5	7,9	27,1	205,5
1968	24,4	2,9	32,6	217,2
1969	26	-0,2	34,7	216,6
1970	26,6	5,2	37,6	240,1
1971	27,4	4,4	39,8	247,2
1972	28,5	5,8	47,3	273,6
1973	30,7	-3,4	63,5	278,3
1974	35,9	-5,9	89,7	338,8
1975	40,2	-10,1	106,9	406,4
1976	45,7	-10,7	121,9	459,3
1977	49,9	-12,9	144,6	483,6
1978	52,7	-39,6	196,1	494,7
1979	56,2	-69,8	232,4	581,1
1980	64,6	-96,7	269,7	627,6
1981	69,8	-144,3	324,1	669,8
1982	77,8	-185,2	354,9	844,3
1983	87,7	-213	368,6	924,9
1984	92,2	-239,2	373,7	1015,5
1985	100	-268,8	396,8	1126,5
1986	104,4	-215,2	391,7	1229,2
1987	112,9	-210,7	403,7	1382,2
1988	115,3	-257,9	432,1	1483,3
1989	116,5	-213,4	442,4	1476,2
1990	102,9	-188	411,5	1516,1
1991	101	-179	396,6	1551,5
1992	100,9	-171,6	419,9	1549,9
1993	99,7	-207,4	426,6	1537,8
1994	131,9	-129,5	352,2	2022,8
1995	142,2	-69,9	357,8	2244,7
1996	146,2	-46,3	414,1	2453,6
1997	148,7	36,1	431	2639,8
1998	151,5	77,7	441	2855,7

mds : milliards

Source : International Financial Statistics Yearbook

## TOGO

**Tableau 6.a : Décomposition de la variance des avoirs extérieurs suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESSC,2)	D(LAE)	D(LCE)
1	0.414667	8.514315	91.48569	0.000000
2	0.899881	60.15112	38.09226	1.756621
3	1.136041	59.57565	38.33117	2.093181
4	1.206861	54.65536	43.27311	2.071531
5	1.213946	52.01002	45.96905	2.020934
6	1.226500	51.79814	46.19547	2.006392
7	1.249886	52.42108	45.55940	2.019523
8	1.266408	52.56900	45.40153	2.029467
9	1.271476	52.31653	45.65519	2.028279
10	1.271965	52.12701	45.84861	2.024377

Ordering: D(TESSC,2) D(LAE) D(LCE)

**Tableau 6. b : Décomposition de la variance du déflateur suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESSC,2)	D(LDEFL)	D(LCE)
1	0.590596	17.80542	82.19458	0.000000
2	0.879405	84.91952	15.05018	0.030303
3	1.152071	84.68495	15.27928	0.035770
4	1.425748	90.13811	9.822237	0.039652
5	1.716111	91.72655	8.229640	0.043809
6	2.028439	93.96695	5.987096	0.045954
7	2.370946	95.20740	4.744226	0.048370
8	2.749035	96.35930	3.590997	0.049700
9	3.169898	97.14549	2.803462	0.051047
10	3.640159	97.79191	2.156210	0.051878

Ordering: D(TESSC,2) D(LDEFL) D(LCE)

**Tableau 6.c : Décomposition de la variance du PIB suite à un choc sur le taux d'escompte (1963 – 1975)**

Period	S.E.	D(TESE,2)	D(LPIB)	D(LCE)
1	0.414667	8.514315	91.48569	0.000000
2	0.899881	60.15112	38.09226	1.756621
3	1.136041	59.57565	38.33117	2.093181
4	1.206861	54.65536	43.27311	2.071531
5	1.213946	52.01002	45.96905	2.020934
6	1.226500	51.79814	46.19547	2.006392
7	1.249886	52.42108	45.55940	2.019523
8	1.266408	52.56900	45.40153	2.029467
9	1.271476	52.31653	45.65519	2.028279
10	1.271965	52.12701	45.84861	2.024377

Ordering: D(TESE,2) D(LPIB) D(LCE)

**Tableau 6.d : Décomposition de la variance des avoirs extérieurs suite à un choc sur le taux du marché monétaire (1976 – 1998)**

Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LAE)	D(LCE)
1	1.423969	1.829301	98.17070	0.000000
2	1.580835	3.179195	89.52488	7.295927
3	1.633367	4.345519	86.43927	9.215208
4	1.644940	4.506597	86.24080	9.252605
5	1.647214	4.486245	86.29707	9.216690
6	1.648071	4.491025	86.26485	9.244122
7	1.648397	4.497792	86.24587	9.256334
8	1.648473	4.498977	86.24415	9.256878
9	1.648488	4.498864	86.24452	9.256614
10	1.648493	4.498881	86.24436	9.256764

Ordering: D(TMM,2) D(LAE) D(LCE)

**Tableau 6.e : Décomposition de la variance du déflateur et du PIB suite à un choc sur le taux du marché monétaire (1976 – 1998)**

Variance Decomposition of D(LDEFL):					
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE)
1	1.417570	0.375820	99.62418	0.000000	0.000000
2	1.574235	3.483609	88.71430	0.315418	7.486669
3	1.630478	3.512426	88.85934	0.337571	7.290665
4	1.643467	3.662170	88.56465	0.360780	7.412397
5	1.647468	3.660018	88.55602	0.375190	7.408768
6	1.648243	3.664835	88.54916	0.375777	7.410229
7	1.648414	3.665031	88.54895	0.375823	7.410196
8	1.648459	3.665033	88.54886	0.375873	7.410239
9	1.648466	3.665032	88.54884	0.375887	7.410237
10	1.648467	3.665032	88.54884	0.375889	7.410239
Variance Decomposition of D(LPIB):					
Period	S.E.	D(TMM,2)	D(LDEFL)	D(LPIB)	D(LCE)
1	0.051031	2.091754	3.349015	94.55923	0.000000
2	0.054170	4.095510	4.721670	88.13981	3.043011
3	0.054939	5.937829	7.585793	83.44784	3.028537
4	0.055045	6.296296	7.738298	82.93678	3.028626
5	0.055063	6.279456	7.735482	82.95375	3.031312
6	0.055066	6.293448	7.751871	82.92523	3.029455
7	0.055066	6.299915	7.754485	82.91645	3.029148
8	0.055066	6.300482	7.754546	82.91589	3.029086
9	0.055066	6.300444	7.754500	82.91598	3.029075
10	0.055066	6.300461	7.754517	82.91595	3.029075
Ordering: D(TMM,2) D(LDEFL) D(LPIB) D(LCE)					

**Tableau 6.f : Données de base**

Années	Déflateur du PIB	Avoirs extérieurs nets (en mds)	Crédits à l'économie (en mds)	PIB nominal (en mds)
1963	25,2	2,3	4	33,1
1964	25,7	3	4,4	38,4
1965	26,2	4,8	3,1	43,5
1966	27,3	5,4	3,7	53,1
1967	26,6	6,6	4,3	57
1968	26,8	7,1	6	59,9
1969	28,4	10,9	6,4	69,6
1970	28,7	11	8,4	73,7
1971	30,1	10,8	9,4	81,9
1972	31,0	9,1	10,2	87,6
1973	33,4	7,5	13,3	90,4
1974	46,3	22,4	16,3	130,6
1975	45,8	5,8	24,6	128,3
1976	48,9	12,7	32,1	136,3
1977	57,3	4,3	44,2	168,8
1978	58,3	8,2	51	189
1979	62,3	6,6	58,2	212,8
1980	68,5	0,5	65,9	238,4
1981	76,8	27,2	63,5	258
1982	83,5	41,9	71,2	269,7
1983	92,1	45,9	69,3	281,3
1984	94,5	61,8	72,3	304,8
1985	100,0	74,8	71,3	332,5
1986	105,7	60,6	91,4	363,6
1987	98,3	63,4	96,4	320,4
1988	102,9	42,8	100,1	356,9
1989	104,0	67,9	97,5	377,6
1990	107,2	69,8	100,1	394,2
1991	110,7	73,6	112,4	405
1992	110,7	53,8	112,1	398,6
1993	108,7	22,8	103,3	352,3
1994	132,4	42,5	102,5	545
1995	137,4	32,7	131,2	652,5
1996	144,2	13,2	140,9	742
1997	154,5	14	155	817,2
1998	152,4	7,7	162,1	

mds : milliards

Source : International Financial Statistics Yearbook

## UEMOA

Années	Déflateur du PIB	Avoirs extérieurs nets (en mds)	PIB nominal (en mds)	Taux du marché monétaire	Taux d'escompte
1963	17,3	31,1	571,2		3,5
1964	17,7	32,3	627,1		3,5
1965	23,1	35,3	658,9		3,5
1966	23,9	43,5	718,8		3,5
1967	23,9	38,8	684,4		3,5
1968	24,3	43,8	830		3,5
1969	25,9	53,7	888,6		3,5
1970	26,0	79,5	1008,1		3,5
1971	27,3	81,3	1062,7		3,5
1972	29,4	63,7	1161,5		3,5
1973	31,0	52,9	1262,7		5,5
1974	37,1	81	1602,8		5,5
1975	39,4	30,4	1777,7		8
1976	44,9	37	2225,8	7,28	8
1977	52,4	63,1	2816,6	7,27	8
1978	57,3	24,4	3217	7,42	8
1979	64,2	-107,4	3627,8	7,72	8
1980	70,5	-337,8	4062	10,55	10,5
1981	79,1	-499,9	4494,1	13,68	10,5
1982	85,3	-624,8	5073	14,66	12,5
1983	91,4	-865,9	5366,4	12,23	10,5
1984	95,2	-695,9	5661,7	11,84	10,5
1985	100,0	-554,3	10418,2	10,66	10,5
1986	102,2	-476	6502,9	8,58	8,5
1987	102,2	-504,8	6542,7	8,37	8,5
1988	103,9	-650,1	6793,7	8,72	9,5
1989	104,9	-566,1	6934,6	10,07	11
1990	105,6	-517,9	6806,5	10,98	11
1991	104,5	-436,8	6935,8	10,94	11
1992	104,8	-446,5	6889,5	11,44	12,5
1993	105,8	-499,9	6952,8	8,45	10,5
1994	135,8	188,8	9394,5	7,41	10
1995	149,6	425	10786,6	5,52	7,5
1996	152,8	434,2	11730,9	5,33	6,5
1997	158,3	568,8	13057,5	4,85	6
1998	161,7	578,6	13532,8	4,81	6,25

mds : milliards

Source : International Financial Statistics Yearbook et nos calculs



## BIBLIOGRAPHIE

- Artus P.** (1997) "Crédibilité de la politique monétaire ou coordination de la politique monétaire et de la politique budgétaire : Que vaut-il mieux choisir ?" *Document de travail CDC*, n° 1997-04/ MA-mars 1997.
- Artus P., Penot A. et Pollin J.P.** (1999) "Quelle règle monétaire pour la Banque centrale Européenne" *Revue d'économie politique* 109 (3), mai-juin.
- Banque mondiale** (1996) "Rapport sur le développement dans le monde".
- BCEAO** : Divers Notes d'Information et Statistiques.
- Bernanke B.S. et Gertler M.** (1995) "Inside the Black Box : the credit channel of Monetary Policy" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n°4, pp 27-48.
- Berthelemy J.C.** (1995) "Développement financier et croissance" *Revue Techniques Financières et Développement*, n°38-39, mars/juin, pp 12-18.
- Brayton F. et al.** (1997) "The Evolution of Macro Models at the Federal Reserve Board" *Federal Reserve Board*, Internet.
- Brayton F. et Tinsley P.** (1996) "A Guide to FRB/US. A Macroeconomic Model of the United States", Internet.
- Caplin A. et Leahy J.** (1996) "Monetary policy as a Process of Search" *American Economic Review*, vol. 86, n°4, septembre, pp 689-701.
- Coleman W.J.** (1996) "Money and Output : A test of Reverse Causation" *American Economic Review*, vol. 86, n°1, mars, pp 90-109.
- Dakoure A.T.** (1995) "Les déterminants de l'épargne en Afrique au Sud du Sahara" *Revue Techniques Financières et Développement*, n°38-39, mars/juin, pp 22-27.
- Debrun X. Wyplosz C.** (1999) "Onze gouvernements et une Banque centrale" *Revue d'économie politique* 109 (3), mai-juin.
- Deletre B.** (1995) "Politique monétaire dans les pays de la zone franc" *Revue Techniques Financières et Développement*, n°38-39, mars/juin, pp 34-38.
- Diagne A.** (1995) "Le mécanisme de transmission des effets de la politique monétaire dans le système de régulation indirecte : cas des pays de l'UEMOA" Actes du II<sup>e</sup> colloque BCEAO/Universités – Centres de Recherche – Dakar, 29 et 30 juin.
- Feldstein M. et Stock J.H.** (1994) "The Use of Monetary Aggregate to Target Nominal GDP" *NBER Studies in Business Cycles*, vol. 29, pp 7-66.

- F.M.I.** (1987) " Conception des programmes d'ajustement appuyés par le fonds: aspects théoriques" Etude Spéciale, n°55.
- Gérardin H.** (1994) *la zone franc* Tome 2, Editions L'Harmattan.
- Hall R.E. et Mankiw N.G.** (1994) " Nominal Income Targeting" *NBER Studies in Business Cycles*, vol. 29, pp 71-92.
- Jacquinot P.** (1998) " L'inflation sous-jacente à partir d'une approche structurelle des VAR : Une application à la France, l'Allemagne et au Royaume-Uni" *NER*, n°51, janvier.
- Joseph A., Raffinot M. et Venet B.** (1998) " Approfondissement financier et croissance " *Revue Techniques Financières et Développement*, septembre/octobre, n° 52.
- Kalulumia P. et Yourougou P.** (1997) " Money and Income Causality in Developing Countries : A Case Study of Selected Countries in Sub-Saharan Africa" *Journal of African Economies*, vol. 6, n°2, pp 197-230.
- Kashyap A.K., Stein J.C.** (1994) " Monetary Policy and Bank Lending" *NBER Studies in Business Cycles*, vol. 29, pp 221-256.
- Keating J.W.** (1992) " Structural Approaches to Vector Autoregressions" Federal Reserve Bank of St Louis, septembre/octobre.
- Lavigne A. et Villieu P.** (1996) " La politique monétaire : nouveaux enjeux, nouveaux débats ? " *Revue d'économie politique*, n°4, juillet- août.
- Leeper E.M., Sims C.A. et Zha T.** (1996) " What Does Monetary Policy Do " *Brookings Institution*, novembre.
- Lowrey M.P.** (1995) " France and the CFA : Price and Money Supply Growth Determination : 1969-88" *Journal of African Economies*, vol. 4, n° 2, pp 225-242.
- Meltzer A.H.** (1995) " Monetary, Credit and (other) Transmission Processes : A monetarist Perspective" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n°4, pp 49-72.
- Miron J.A., Romer C.D. et Weil D.N.** (1994) " Historical Perspectives on the Monetary Transmission Mechanism" *NBER Studies in Business Cycles*, vol. 29, pp 263-300.
- Mishkin F.S.** (1996) " Les canaux de transmission monétaire : Leçons pour la politique monétaire" *Bulletin de la Banque de France*, n° 27, mars.
- Montiel P.J.** (1991) " The Transmission Mechanism for Monetary Policy in Developing Countries" *IMF Staff Papers*, vol. 38, n°1.
- Niamkey A.M.** (1991) " Monnaie, Inflation et Croissance en Côte d'Ivoire" *Revue Afrique et Développement*, vol XVI, Nos 3 / 4.
- Odedokun M.O.** (1995) "An Econometric Explanation of Inflation in Sub Saharan Africa" *Journal of African Economies*, vol. 4, n°3, pp 436-451.

- Roberts J.M.** (1998) " Inflation and the transmission of Monetary Policy" Internet.
- Sack B.** (1998) " Does the Fed Act Gradually? A VAR Analysis" Internet.
- Shapiro M.D.** (1994) " Federal Reserve Policy : Cause and Effect" *NBER Studies in Business Cycles*, vol. 29, pp 307-332.
- Taylor J.B.** (1995) " The Monetary Transmission Mechanism : An Empirical Framework" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n°4, pp 11-26.
- Vizzavona A.** (1995) " Nouvelles approches financières pour l'Afrique : conclusions du forum" *Revue Techniques Financières et Développement*, n° 38-39, mars/juin, pp 5-6.
- Whitesell W.** (1997) " Interest Rate and M2 in an Error Correction Macro Model" Federal Reserve, Internet.