

<https://www.revuescapes.bf/spip.php?article27>

Les règles de politique monétaire dans les pays de la CEDEAO

- CONNAISSANCES POUR LE DEVELOPPEMENT - Semestriel N°005 -

Date de mise en ligne : mercredi 16 janvier 2013

Copyright © Revues CAPES - Tous droits réservés

SIRI Alain

E-mail : alain.siri@univ-ouaga.bf ou sirialain@yahoo.fr

Tel (Pers) : (226) 70 26 42 09

Tel (Bureau) : (226) 50 33 16 36/ Fax : (226) 50 31 55 49

Document de travail, mai 2012

***ABSTRACT**

This paper analyzes the monetary policy of the Central Banks of Ghana, Nigeria and WAEMU. Interest rates policy rules have been estimated. Despite the declared use of indirect monetary policy management, the empirical evidence suggests that Ghana and Nigeria monetary policy are not consistent with the monetary policy rule according to the original Taylor formula or to its adjusted variants. The robustness test carried out using different measurements of inflation, output gap, and methods of estimation have not allowed improving significantly the results of our first regressions. Interest rates weakly react to the variations of inflation and output gap. In the case of WAEMU, the central bank seems to apply a Taylor rule adjusted by the interest rate of France

***1. Introduction**

Depuis la relance du processus d'intégration monétaire à l'échelle de la CEDEAO, le 21 avril, 2000 l'intérêt de la recherche s'est porté sur l'examen de l'adéquation d'une union monétaire entre les pays membres de la Communauté (Benassy et Coupet (2003), Itsede (2002), Tella (2002), Addison et al (2005)), sur la forme de la coopération monétaire à mettre en place (Masson et Patillon (2001)) et sur l'analyse de la convergence des économies des pays candidats à l'Union monétaire (Ukpong (2002), Nnanna (2002)).

Une perspective différente est adoptée dans cette recherche qui examine les stratégies monétaires des pays de la CEDEAO, engagés dans un processus d'intégration monétaire. L'examen des politiques monétaires permet d'analyser leurs similarités et leurs dissemblances et de formuler ensuite des recommandations quant à une meilleure coordination des politiques monétaires des pays.

Le rapport est organisé de la manière suivante. La section 2 présente le débat théorique que soulève la question de recherche. La section 3, donne un aperçu des politiques monétaires en vigueur au Nigeria, au Ghana et au sein de l'UEMOA. Cette présentation est suivie de l'exposé de l'objectif spécifique de la recherche. La section 4 expose de la méthodologie de recherche. La section 5 présente les résultats de l'analyse. La section 6 conclut.

***2. Revue de la littérature sur les stratégies monétaires**

Le choix de la meilleure stratégie de régulation monétaire de l'économie a longtemps demeuré - et demeure encore - parmi les préoccupations de la politique économique. Il a d'abord suscité d'un débat au sujet du régime de politique monétaire approprié pour assurer l'ancrage nominal de l'économie. Le fameux débat règle contre discrétion a

débouché au milieu des années 1980 sur la littérature sur l'incohérence temporelle de la politique monétaire. Cette littérature a servi à montrer que l'arbitrage entre inflation et activité à travers une règle de politique monétaire conduisait à une dérive systématique des prix ; c'est-à-dire à un biais inflationniste (Baro et Gordon (1983)). Le principe du banquier central conservateur de Rogoff (1985) est un essai de formulation des conditions institutionnelles sous lesquelles la politique monétaire pouvait corriger le biais inflationniste, et assurer ainsi l'ancrage nominal de l'économie.

Ensuite, les recherches sur les règles de taux d'intérêt qui ont suivi les travaux de Taylor (1993) ont posé la question de l'efficacité de la régulation monétaire de l'économie autrement. Elles ont accordé davantage d'importance aux instruments de politique monétaire et aux variables pouvant être prises comme cibles et dont les fluctuations devraient commander l'ajustement des instruments de la politique monétaire.

Au sujet du choix de la cible de la politique monétaire, Taylor (2000) indique qu'il y a désormais un choix à opérer entre ciblage du taux de change et ciblage de l'inflation en raison du fait que le ciblage d'agrégats monétaires est rendu délicat du fait des instabilités enregistrées sur les demandes de monnaie, sur les multiplicateurs de crédits et sur les mesures de vélocités de la monnaie. A ce sujet, Miskhin et Posen (1997), Svensson (1999) présentent des points de vue similaires.

Que se soit en régime de ciblage de l'inflation ou de taux de change, l'efficacité de la politique monétaire dépend des instruments utilisés, du cadre institutionnel de gestion de la politique monétaire et des paramètres relevant du secteur financier et du marché du travail (Barth (2001)).

Mis à part les instruments de gestion directe de la monétaire qui sont utilisés en régime discrétionnaire, en régime de gestion codifiée (réglementée), les instruments dont dispose le régulateur sont soit le taux d'intérêt de court terme, soit la base monétaire. Le recours à une politique de taux est perçu comme étant plus transparente qu'une politique de contrôle de la base monétaire, un indicateur calculé par la banque centrale, peu connu des agents. Elle peut être difficilement intégrée par ceux-ci dans les anticipations d'inflation. De plus, la base monétaire peut devenir un instrument peu opérationnel si la vélocité de la monnaie est instable (Alexander (1995), Miskhin et al (1997), Svensson (1999)).

Le taux d'intérêt de court terme peut quant à lui être inapproprié dans la régulation monétaire de l'économie en période de déflation (Ito (2005)) ou d'hyperinflation. Instrumentaliser la base monétaire pour contrôler l'inflation d'origine monétaire peut se révéler supérieur à la politique de taux d'intérêt en cas de corrélation forte et stable entre l'agrégat monétaire et l'inflation (Batini (2003a)). L'instrumentalisation de la base monétaire fait l'objet d'une forte divergence de point de vue entre McCallum (1988) et Judd et Motley (1992) qui estiment que cette politique est dommageable à la stabilité des taux d'intérêt. Judd et Motley (1992) lui préfèrent la politique de taux intérêt.

Du point de vue des cibles qui commandent les variations de la base monétaire ou du taux d'intérêt de court terme, l'écart d'activité, d'inflation observé, l'inflation anticipée, la masse monétaire, le taux de change font partie des variables couramment cités dans la littérature (Barth (2001)).

Dans la mesure où l'objectif de toute politique monétaire est la stabilité des prix de long terme, la question se pose de savoir s'il est plus efficace pour parvenir à la stabilisation de l'économie de prendre comme cible, l'inflation anticipée plutôt que de recourir aux trois autres cibles (écart d'activité et écart d'inflation observés, taux de change), comme objectifs intermédiaires de la politique monétaire. C'est le débat qui oppose partisans des règles d'instruments et défenseurs des règles de ciblage de l'inflation anticipée.

Le ciblage de l'inflation anticipée qui suppose une flexibilité du taux de change peut se révéler inefficace pour la

stabilisation conjoncturelle de l'économie en présence d'un fort coefficient de dépendance entre l'inflation et le taux de change (Ball (1999)). En appui à cette thèse de la faiblesse du ciblage de l'inflation comme stratégie de régulation monétaire pour les pays à économie ouverte, Parrado (2005) présente des arguments en faveur du contrôle du taux de change lorsque l'économie est sous l'influence majeure de chocs de demande. Cela semble être le cas pour les économies des pays de la région qui sont largement ouvertes (cf tableau 2 en annexe n°1). L'efficacité du ciblage de l'inflation dépend aussi d'un certain nombre de paramètres d'ordre institutionnel et matériel.

Au niveau institutionnel, le développement du système financier, la transparence, l'indépendance instrumentale de la banque centrale, et l'absence de dominance fiscale de la politique monétaire conditionnent la réussite du ciblage de l'inflation (Miskhin (2001), Masson et al (1998)).

Au niveau opérationnel, le ciblage de l'inflation nécessite l'existence de capacité technique de projection de l'inflation, la disponibilité de l'information et la connaissance des mécanismes de transmission de la politique monétaire (Miskhin et al (1997), Masson et al (1998)). La faiblesse de l'incidence des aléas « climatiques » sur la dynamique de l'économie est un facteur supplémentaire de réussite du ciblage. Les contraintes d'ordre opérationnel ne sont pas pour autant des obstacles insurmontables pour la pratique du ciblage de l'inflation. En revanche, la forte dépendance de la production aux aléas climatiques dans la région peut constituer un défi majeur à l'application du ciblage de l'inflation. Si l'on tient compte de l'influence du climat sur l'économie, la plupart des pays de la CEDEAO ne seraient pas des économies appropriées pour le ciblage de l'inflation.

En se limitant aux règles d'instruments, les stratégies pour parvenir à l'ancrage nominal et à une stabilisation efficace de l'économie sont nombreuses. Le problème qu'il faut traiter alors est celui de l'identification des variables que les instruments de politique monétaire des pays ont ciblé pour parvenir à stabiliser leur économie.

3. Les tendances des politiques monétaires des pays

L'analyse porte sur les trois plus grandes économies de la région (Nigeria, UEMOA dans son ensemble et Ghana). Les trois pays ainsi considérés ont tous engagé des réformes monétaires depuis la fin des années 1980 en vue de renforcer l'efficacité de leur politique monétaire. Les réformes ont visées d'abord à libéraliser le marché monétaire des pays, puis à accroître l'autonomie des banques centrales vis-à-vis des trésors publics dans les choix des objectifs de politiques et des instruments de gestion de la monnaie.

L'objectif principal de la politique monétaire conduite par la BCEAO est la stabilité des prix et la préservation de la valeur interne et externe de la monnaie. Cette politique a connu depuis la réforme de 1975, une modification notable en octobre 1989, puis un renforcement en octobre 1993 et en juillet 1996. Le nouveau dispositif de gestion monétaire se fonde sur le recours accru aux mécanismes de marché, privilégiant ainsi les méthodes et instruments de régulation indirecte de la liquidité. Il comprend trois volets :

(i) le marché monétaire qui fonctionne par voie d'appel d'offres, avec un système d'adjudication pour les injections ou reprises de liquidités, (ii) les procédures permanentes de refinancement notamment celle de la pension et du réescompte, mise en oeuvre à l'intention exclusive des établissements de crédits et, (iii) le système de réserves obligatoires. Plus précisément, les innovations portent sur le remaniement de la grille des taux directeurs de la BCEAO, avec l'instauration d'un taux de prise en pension dont l'évolution est adaptée à celle du taux du marché monétaire en appui au taux d'escompte et au taux du marché monétaire.

Comme dans la zone UEMOA, la deuxième moitié des années 1980 et les années 1990 sont marquées au Ghana et au Nigeria par d'importantes réformes monétaires et financières. Ainsi, en 1986, on note au Ghana et au Nigeria une

évolution vers une plus grande flexibilité du taux de change avec notamment l'ouverture de marchés de change aux enchères. Dans le même temps, les politiques monétaires des deux pays ont connues des orientations plus libérales. En février 1988, le Ghana suspend le contrôle des taux d'intérêts des banques et en 1990, l'obligation qui leur était faite d'accorder des crédits au secteur agricole. En 1987, l'encadrement des taux bancaires est suspendu au Nigeria.

De nos jours, l'objectif principal de la politique monétaire conduite par la Banque Centrale du Nigeria (BCN) s'énonce en ces termes : « Assurer la stabilité des prix et promouvoir le développement de l'économie à travers les politiques actives de la monnaie et du taux de change ». Les mêmes préoccupations de stabilisation des prix et de création d'un environnement favorable à la croissance figurent au nombre des missions de la Banque du Ghana (BG).

Du point de vue des cibles de la politique monétaire, les trois banques centrales ont recouru à des cibles d'agrégats monétaires. Elles ont aussi déclarées avoir pris pour cibles d'autres variables telles que l'inflation, le taux de croissance du PIB, le crédit, les réserves de change et le taux de change. La question se pose de savoir quelles variables ont été systématiquement considérées comme cibles, pour ainsi guider l'ajustement des taux d'intérêts des banques centrales.

L'objectif assigné à cette recherche est le suivant :

" Spécifier et estimer les fonctions de réaction des banques centrales schématisant les mécanismes de gestion de la politique monétaire du Nigeria, du Ghana et de l'UEMOA.

***4. Méthodologie**

****4.1 Les faits stylisés**

Suite aux réformes monétaires de la seconde moitié des années 1980, les banques centrales des trois pays se sont engagées à recourir aux instruments indirects de gestion de la monnaie, basés sur l'ajustement des taux d'intérêts. Ainsi, les taux d'intérêts des banques centrales du Ghana et du Nigeria ont évolués dans deux sens. Entre 1980 et 1993 et entre 1980 et 1997, les banques centrales du Nigeria, respectivement du Ghana ont régulièrement augmenté leurs taux d'intérêts avant de les ajuster à la baisse. C'est ainsi que le taux de réescompte minimum de la banque centrale du Nigeria fut réduit de 26% en 1993 à 7% en 2007. Le taux de réescompte de la banque centrale du Ghana, a lui aussi connu une baisse entre 1997 et 2007 de 46% à 18%.

En ce qui concerne la zone UEMOA, la dynamique des taux d'intérêts est elle aussi marquée par deux régimes. Un régime couvrant la période d'avant la dévaluation du franc CFA. Au cours de cette période, la BCEAO a du augmenter ses taux d'intérêts directeurs pour faire face aux risques de fuite des capitaux qui se sont manifestés entre 1990 et 1993. La gestion de ce risque a continué de guider la conduite de la politique monétaire après la dévaluation du franc CFA de janvier 1994. Longtemps après cette dévaluation, les décisions de la BCEAO ont surtout visé le maintien de la parité entre le franc C.F.A et le franc français et l'euro par la suite (Ténou, 2002). Toutefois, depuis la dévaluation, l'évolution des taux d'intérêts est marquée par trois phases. La première, de décembre 1994 à octobre 1996, s'est traduite par une série d'ajustement à la baisse des taux d'intérêts de la BCEAO. Le taux d'escompte est passé de 10% à 6,5%. Cette période correspond aussi à la phase de baisse graduelle des taux d'intérêts de la banque de France. Entre octobre 1996 et décembre 2002, en tenant compte de la relative constance des taux d'intérêts français, la BCEAO n'a mouvementé que faiblement ces taux d'intérêts directeurs. Le taux d'escompte a ainsi fluctué dans une bande de 6,5% à 5,75%. A partir de 2003, la BCEAO a commencé à réduire sensiblement ces taux d'intérêts en réaction à la baisse de l'activité économique.

La figure 2 présente l'évolution des taux d'intérêts des banques centrales étudiées. Pour les besoins de comparaison, les taux d'escompte de la banque de France et de la Réserve Fédérale sont aussi présentés. Les taux d'intérêts de la BCEAO reflètent assez bien ceux de la Banque de France, alors que ceux de la BCN et de la BG se détachent nettement du taux d'escompte de la Réserve Fédérale des Etats-Unis.

D'autres variables sont également importantes dans la conduite de la politique monétaire des trois banques centrales. Il s'agit du taux de croissance annuel de la masse monétaire. Concernant la variation de la masse monétaire, une cible de 4,5% est admise par la BCEAO. Pour les banques centrales du Ghana et du Nigeria, cette cible, bien qu'elle varie par an, est de 14% environ. La figure 1 permet de s'apercevoir que tout le long de la période étudiée, la croissance de masse monétaire (M2) a systématiquement dévié sa cible.

Figure n°1 : Interest rates, and M2 growth rate, quarter over quarter (-4)