

Guillaumont Jeanneney, Sylviane

Working Paper

Conduite de la politique monétaire en union monétaire : défis et perspectives - Le cas de l'UMOA

FERDI Document de travail, No. P62

Provided in Cooperation with:

Fondation pour les études et recherches sur le développement international (FERDI),
Clermont-Ferrand

Suggested Citation: Guillaumont Jeanneney, Sylviane (2013) : Conduite de la politique monétaire en union monétaire : défis et perspectives - Le cas de l'UMOA, FERDI Document de travail, No. P62, Fondation pour les études et recherches sur le développement international (FERDI), Clermont-Ferrand

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/269343>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Conduite de la politique monétaire en union monétaire: défis et perspectives- Le cas de l'UMOA*

Sylviane Guillaumont Jeanneney

➔ Sylviane GUILLAUMONT JEANNENEY, est professeur émérite à l'Université d'Auvergne et chercheur au CERDI. Elle est également membre du Conseil d'Administration de l'Agence Française de Développement. Ses thèmes de recherche principaux sont l'économie du développement, la coopération internationale, les politiques monétaires et budgétaires et les questions environnementales.

Introduction

La Banque Centrale de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) a une longue expérience de politique monétaire menée dans le cadre d'une union monétaire, puisqu'elle s'étend sur cinquante ans. Cette expérience est riche d'enseignements comme en témoigne le bilan de son action.

... / ...

* Document présenté dans le cadre du Symposium « Intégration monétaire et mutations du système financier international : défis et perspectives » organisé pour le cinquantième anniversaire de la BCEAO.

13/10/2012

Symposium du cinquantième anniversaire de la BCEAO

**« Intégration monétaire et mutations du système financier international :
défis et perspectives »**

**Session 1 : « Conduite de la politique monétaire en union monétaire : défis et
perspectives—Le cas de l'UMOA »**

Par Sylviane Guillaumont Jeanneney

Professeur émérite à l'Université d'Auvergne

CERDI et Ferdi

Introduction¹

La Banque Centrale de l’Afrique de l’Ouest (BCEAO) a une longue expérience de politique monétaire menée dans le cadre d’une union monétaire, puisqu’elle s’étend sur cinquante ans. Cette expérience est riche d’enseignements comme en témoigne le bilan de son action.

Un bilan favorable de la politique monétaire commune

La BCEAO a su préserver la stabilité monétaire de l’Union. Les pays qui la composent bénéficient ainsi d’une stabilité des prix que de nombreux autres pays africains peuvent envier. Au cours des dix dernières années la hausse des prix a été en moyenne dans l’UMOA de 2,8% et s’est accompagnée d’une remarquable convergence des taux d’inflation nationaux dont la fourchette est inférieure à 1%. Certes ce fut le résultat d’un apprentissage² : dans les années soixante-dix, l’inflation moyenne, bien qu’inférieure à celle des autres pays africains, fut élevée (supérieure à 10%)³ ce qui conduisit à une perte de compétitivité de l’Union. Cette inflation fut nourrie par une croissance excessive de la masse monétaire⁴ (30 % par an en moyenne de 1973 à 1978). Puis la croissance de la masse monétaire s’est fortement ralentie, accompagnant l’ajustement en termes réel des années quatre-vingt, au point qu’elle devient nulle de 1988 à 1993. Passé l’épisode de la dévaluation, la croissance atteint des niveaux plus raisonnables, 7,5% en moyenne par an de 1995 à 2000, puis 11% de 2000 à 2010.

L’efficacité de la politique monétaire commune au cours des deux dernières décennies s’est appuyée sur une réforme progressive des instruments de la politique monétaire, qui a consisté d’abord à renforcer les instruments dirigistes (1989), puis à donner un rôle plus important aux taux d’intérêt, libéralisés et positifs en termes réels, à réformer les interventions de la BCEAO sur le marché interbancaire (1993, 1996), à mettre en place un système de réserves obligatoires et à renoncer aux avances de la Banque centrale aux

¹ Ce texte doit beaucoup à l’ « *Etude sur l’évaluation des gains attendus de l’intégration régionale dans les pays africains de la Zone franc* », réalisée par la Fondation pour l’Etude et la Recherche sur le Développement International (Ferdì), à la demande des Ministres de la Zone franc, septembre 2012, disponible sur le site de la Ferdì et la Banque de France.

² Cf. S. Guillaumont Jeanneney « Bilan de l’intégration monétaire dans l’UMOA » *Symposium du quarantième anniversaire de l’UMOA*, BCEAO, 2002.

³ P. et S. Guillaumont, *Stratégies de développement comparées, Zone franc et hors Zone franc*, Economica, Paris, 1988, p.601

⁴ Monnaie plus quasi-monnaie : monnaie fiduciaire, dépôts à vue, comptes d’épargne et dépôts à terme dans les banques (Source : divers *Rapports annuels de la Zone franc*)

Trésors publics. La dernière étape fut la réforme des statuts de la BCEAO, entrée en vigueur en 2010, destinée à garantir son indépendance vis-à-vis des gouvernements, à ainsi accroître sa crédibilité et par là même sa maîtrise de l'inflation.⁵

Par sa politique monétaire, la BCEAO doit naturellement maintenir l'acquis de la stabilité monétaire, puisque c'est l'objectif principal que lui assignent ses statuts. Mais la Banque centrale ne peut se désintéresser de la croissance économique de l'Union. Selon l'article 8 de ses nouveaux statuts, « l'objectif principal de la politique monétaire de la Banque Centrale est d'assurer la stabilité des prix. L'objectif d'inflation est défini par le Comité de Politique Monétaire. Sans préjudice de cet objectif, la Banque Centrale apporte son soutien aux politiques économiques de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), en vue d'une croissance saine et durable »⁶.

La mesure de la croissance est un exercice incertain. Depuis 1994, il apparaît que la croissance annuelle du produit par tête de l'UEMOA (en monnaie locale constante) a été de l'ordre d'un point de pourcentage⁷. Même si cette croissance est supérieure à celle de deux décennies précédentes, elle s'inscrit dans un contexte où la croissance dans le reste de l'Afrique s'accélère et elle demeure inférieure à la croissance des économies africaines les plus dynamiques. L'objectif est bien aujourd'hui d'accélérer la croissance de l'UEMOA. Si, à court terme, il peut exister un arbitrage entre une politique expansionniste et la maîtrise de l'inflation, en longue période la stabilité monétaire est par elle-même favorable à la croissance économique⁸ et à la paix sociale. Cependant, comme l'a amplement montré la

⁵ Depuis la publication des articles alors novateurs de Kydland et Prescott (1977) et Barro et Gordon (1983), une nouvelle théorie (fondée sur l'hypothèse des anticipations rationnelles) a conquis les milieux de la macroéconomie (De Grauwe 1999) : la politique monétaire se heurte au problème de l'incohérence temporelle des décisions et au manque de crédibilité des autorités monétaires.

⁶ Cette formulation est très proche de celle des statuts de la Banque centrale européenne. L'article 105 du traité de Maastricht (repris dans l'article 2 du Protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne) prescrit que « l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté...»

⁷ Si on calcule ce taux à partir des années extrêmes, mais seulement d'un demi-point si on le calcule par ajustement temporel. Données Banque mondiale, *World Development Indicators*,

⁸ Pattillo, Tsangarides et Van Den Boogaerde (« Growth and Convergence in the CFA Franc Zone » Chapitre 11, in A Gulde et C. Tsangarides, 2008, *The CFA Franc Zone, Common Currency, Uncommon Challenge*, International Monetary Fund, Washington, DC) ont montré sur un échantillon de pays africains durant la

théorie des unions monétaires optimales, une difficulté importante de la politique monétaire commune réside dans l'asymétrie des chocs exogènes qui frappent périodiquement les pays de l'Union. Les pays de l'UEMOA se caractérisent en effet par une instabilité et une dispersion des taux de croissance des pays membres de l'Union, lesquels se reflètent dans une hétérogénéité de leur situation monétaire⁹. On peut craindre que l'intensité des chocs subis par les Etats de l'UEMOA soit amplifiée en raison de l'instabilité présente de la conjoncture économique mondiale.

Les nouveaux défis de l'UEMOA

La crise financière et économique qui frappe les Etats-Unis et l'Europe est le premier de ces défis. Certes, l'occurrence de crises financières n'est pas chose nouvelle, mais ce n'est plus l'apanage des pays en développement. La crise bancaire européenne ne semble pas s'être transmise aux banques de l'UEMOA, même pour les filiales africaines des banques étrangères. Les banques de l'UMOA possèdent très peu d'actifs émis par des banques étrangères. L'UMOA possède en effet de solides atouts en son régime des changes. Le contrôle des mouvements de capitaux vis-à-vis de l'extérieur et la fixité de son taux de change assortie de la garantie de convertibilité du franc CFA par le compte d'opérations protègent l'UMOA d'un retrait massif de capitaux et d'une crise de change, comme en ont connu au cours des trente dernières années maints pays en développement.

En revanche, la situation économique des pays de l'UEMOA est fortement liée à la conjoncture économique européenne du fait du rattachement du franc CFA à l'Euro, de l'importance de leurs échanges commerciaux avec l'Europe, ainsi que de l'aide internationale et des transferts privés (notamment des migrants) qui proviennent de manière majoritaire de ce continent. La réduction ou la stagnation de la demande en Europe risque de freiner les exportations des pays de l'UEMOA, notamment ceux dont le secteur

période 1960 -2000 que l'inflation exerce un impact négatif de croissance; leur analyse économétrique suggère de plus qu'un faible niveau d'inflation exercerait un effet sur la croissance plus favorable dans les deux unions (particulièrement en UEMOA) que dans les autres pays africains. Cette spécificité s'explique sans doute par la confiance des agents économiques dans la pérennité de cette stabilité.

⁹ L'écart-type des taux de croissance annuels des PIB des pays de l'UMOA est en moyenne sur la période 1965-2004 de 5,3% (Cf Tapsoba S. J-A., 2009, *Intégration monétaire africaine et changements structurels, commerce, partage des risques et coordination budgétaire*, Thèse de doctorat soutenue à l'Université d'Auvergne le 3 mars 2009, p.40.

industriel est le plus développé (Sénégal et Côte d'Ivoire) tandis que les entrées de capitaux sous leurs différentes formes risquent de diminuer. De plus, le ralentissement de la croissance touche maintenant de grandes économies émergentes, notamment la Chine. Dès lors, celles-ci sont à la recherche de nouveaux marchés et leurs exportations de produits manufacturés viennent concurrencer de plus en plus vivement les biens produits localement dans l'UEMOA¹⁰.

Un second défi résulte de l'instabilité économique mondiale qui amplifie la traditionnelle instabilité des prix internationaux des produits primaires, lesquels constituent encore la majeure part des exportations de l'Union. Ainsi la vulnérabilité des pays de l'UEMOA à d'importants chocs exogènes demeure et pourrait même s'amplifier. Un autre aspect de l'environnement international est la tendance de long terme à la hausse du prix des produits alimentaires : les pays sahéliens restent sujets à des crises alimentaires dont le risque est accru par la croissance démographique sans précédent des pays de l'Union. Ainsi se justifie un développement de la production agricole plus rapide que par le passé, soutenu par la croissance des crédits bancaires à l'agriculture.

Enfin certains Etats de l'Union ont connu et connaissent encore des crises politiques, certaines d'origine interne, d'autres liées au terrorisme international, qui fragilisent leurs économies et inévitablement perturbent le fonctionnement de leur système bancaire.

L'autorité monétaire confrontée à deux risques majeurs

Il nous semble que dans ce contexte international l'autorité monétaire risque d'être confrontée à deux difficultés principales, que nous analysons dans la suite de cette communication.

La première difficulté tient à l'hétérogénéité des situations macroéconomiques des pays qui composent l'Union, due aux chocs idiosyncratiques qui les affectent et qui pourraient s'amplifier dans l'avenir, comme nous venons de le suggérer. La fragmentation du marché interbancaire de l'Union réduit l'efficacité de la politique monétaire commune et fait obstacle au « partage des risques » résultant des fluctuations économiques et monétaires spécifiques à chaque pays.

¹⁰ La concurrence des produits manufacturés chinois est avivée par la dépréciation réelle du renminbi à l'égard du franc CFA.

Si cette première difficulté de la politique monétaire commune peut être identifiée comme résultant d'une insuffisante intégration financière, la seconde difficulté provient à l'inverse des progrès de l'intégration financière qui résulte du rôle croissant du marché financier régional des titres publics. On sait en effet que toute intégration financière, dans un cadre régional ou international, est porteuse de risques de contagion des crises bancaires entre pays. Il est sans doute important d'analyser si la BCEAO risque d'être confrontée à une crise bancaire régionale, susceptible d'être associée à un endettement excessif des Etats.

En ce qui concerne ces deux difficultés, l'expérience récente de la Banque centrale européenne (BCE) pourrait être riche d'enseignements pour la BCEAO. La Banque centrale européenne a dû faire face à des conjonctures sensiblement différentes entre les pays du Nord et du Sud de l'Europe, porteuses du risque de désintégration de l'Union monétaire européenne. Elle a été confrontée à la contagion des crises bancaires d'un pays à l'autre, crise exacerbée à partir de 2010 par une crise de la dette souveraine de plusieurs Etats européens. Elle a dû en conséquence modifier ses instruments d'intervention et élargir ses missions.

La politique monétaire commune face à l'hétérogénéité des situations conjoncturelles dans l'Union

Depuis les réformes de 1993 et 1996, les instruments de politique monétaire de la BCEAO sont semblables à ceux des Banques centrales des pays industrialisés. La BCEAO exerce une action indirecte sur le crédit bancaire, à travers le prix de la liquidité bancaire. Son principal instrument est constitué par ses interventions sur le marché interbancaire, dont le cadre de deux taux d'intérêt directeurs: le taux de soumission minimal des appels d'offre et le taux du guichet de prêt marginal. Le taux des appels d'offres est déterminé par une procédure d'adjudication régionale à taux multiples, dont la fréquence est hebdomadaire. Un taux minimal de soumission aux appels d'offres est fixé à 100 points de base en dessous du taux du guichet de prêt marginal. Ce dernier est un taux fixe appliqué au guichet permanent de refinancement, susceptible d'être utilisé à l'initiative des établissements de crédit, pour des durées variant entre 1 et 7 jours. De plus, depuis 2007, la BCEAO intervient à l'*open-market* par le biais d'injections hebdomadaires de liquidité en vue de piloter les taux sur le marché interbancaire. Depuis le second semestre 2009 la BCEAO procède aussi à des adjudications

illimitées à échéance d'un mois et à taux fixe¹¹. Le réglage de la liquidité par les interventions sur le marché interbancaire est complété par un système de réserves obligatoires dont le taux est uniforme dans les différents pays depuis 2010.

La BCEAO face à la fragmentation du marché interbancaire

Dans sa gestion monétaire, la BCEAO est confrontée à la faible intégration du marché interbancaire¹². Les flux échangés, bien qu'en augmentation ces dernières années restent faibles¹³ et les flux régionaux sont majoritairement des flux intra-groupe. Les écarts de taux entre transactions restent élevés (sur les prêts à 1 jour, on peut observer des taux compris entre 3.25% et 5.70% pour une même semaine) et le taux moyen pondéré est lui-même instable. Les banques sur-liquides, préfèrent constituer des réserves excédentaires auprès de la Banque centrale plutôt que de prêter aux banques qui peinent à respecter les réserves obligatoires (encore sept banques en juillet 2012¹⁴ⁱ).

Cette situation s'explique par une certaine défiance des banques les unes vis-à-vis des autres. La sécurité des transactions interbancaires est mal assurée, la plupart des opérations s'effectuant en blanc, compte tenu de la disponibilité insuffisante des titres éligibles en garantie¹⁵. Or le souvenir des crises et restructurations bancaires à la fin des années quatre-vingt est encore vif, ravivé par les problèmes de liquidité des banques ivoiriennes lors de la crise post-électorale en Côte d'Ivoire. Ces crises bancaires ont pourtant conduit en 1990 les responsables politiques à doter l'Union monétaire d'une Commission bancaire régionale, dont les pouvoirs ont été renforcés en 2007¹⁶. Ses pouvoirs sont réels puisque que

¹¹ Cf. *Rapport annuel de la Zone franc 2011*, p.76.

¹² Cf. Sy A., N., R., 2006, "Financial Integration in the West African Economic and Monetary Union", *IMF Working paper*, WP/06/214., et IMF « WEAMU: Staff Report on Common Policies for Member Countries », *IMF Country Report* 12/59, 2012.

¹³ Le montant total de liquidités échangées est passé de 1063 milliards de franc CFA en 2006 à 2332 milliards en 2010, ce qui représente 10 et 15% de l'actif bancaire total, cf. *Etude sur l'évaluation des gains attendus de l'intégration régionale dans les pays africains de la Zone franc*, opus cité, p.90.

¹⁴ BCEAO, *Rapport sur la politique monétaire dans l'UEMOA*, Septembre 2012, p. 24.

¹⁵ D'où mise en place récente d'un système de pension livrée, IMF 2012, *op.cité*, p.13

¹⁶ Les pouvoirs se rapportent notamment à l'agrément et au retrait d'agrément des établissements de crédit, au contrôle des établissements de crédit et des systèmes financiers décentralisés, aux mesures administratives et sanctions disciplinaires à l'encontre des établissements assujettis ou des dirigeants responsables, à la nomination d'administrateur provisoire ou de liquidateur d'établissement de crédit.

l'agrément d'un établissement de crédit sur le territoire d'un Etat membre de l'UMOA est prononcé par arrêté du Ministre chargé des Finances, mais après avis conforme de la Commission Bancaire régionale. La Commission peut demander à la Banque centrale d'opérer des contrôles de la situation des banques et dispose d'une panoplie variée et graduelle de sanctions en cas d'infractions à la réglementation bancaire. Toutefois il semble que ses moyens d'investigation auraient besoin d'être renforcés¹⁷. La solidité des banques semble globalement bonne sur la base des tests de résistance opérés par le FMI¹⁸, mais toutes ne respectent pas le nouveau seuil de capital, les créances douteuses sont élevées, comme la concentration des risques.

La mauvaise transmission des taux directeurs de la Banque centrale aux conditions de banque est dans ces conditions probable, bien qu'elle ne puisse pas, en l'état des données, être statistiquement démontrée. En tout cas les taux débiteurs des banques apparaissent différents d'un pays à l'autre, même si l'on observe une certaine convergence. La fourchette des taux entre pays est ainsi passée de 6-12% en 2006 à 7-11% en 2010. On constate aussi une convergence des ratios des crédits bancaires au secteur privé en pourcentage du PIB, mais ceux-ci se situaient encore en 2009 dans une fourchette de 10-21%¹⁹.

En résumé, un marché interbancaire plus actif donnerait plus de signification aux taux directeurs de la Banque centrale, il réduirait le besoin d'injections de liquidité de la BCEAO, en permettant un meilleur partage des liquidités bancaires entre pays de l'Union soumis à des conjonctures différentes. Depuis 2008, La Banque centrale européenne s'est heurtée à des difficultés analogues, liés à la fragmentation du marché monétaire. Comment a-t-elle réagi ?

La réaction de la BCE à l'hétérogénéité des situations bancaires nationales

Il est frappant de constater que la Banque centrale européenne (BCE), qui, jusqu'en 2008, utilisait les mêmes instruments d'intervention monétaire que la BCEAO, a dû les adapter à la

¹⁷ FMI, « WAEMU : Staff report on Common Policies for Members countries » *Country Report*, 12/59, 2012

¹⁸ *Idem*.

¹⁹ Banque mondiale, *Financial structure data set*, 2009.

nouvelle situation financière de la zone euro. Après la faillite de la banque *Lehman Brothers*, «le principal symptôme de la crise a été le rétrécissement des volumes échangés sur le marché interbancaire, la défiance limitant fortement les transactions interbancaires pour les établissements jugés fragiles. Peu confiants, les établissements disposant d'un surplus de liquidité ont préféré laisser cet excédent à la facilité de dépôt de la banque centrale plutôt que de le recycler sur le marché monétaire, même si cela représentait un manque à gagner.»²⁰. Le mauvais fonctionnement du marché interbancaire entravant la bonne transmission de la politique monétaire par les canaux habituels, la BCE a dû abandonner le système d'enchères à taux variables d'une quantité limitée au profit d'un système d'enchères à taux fixe d'une quantité illimitée et a dû élargir l'éventail des garanties éligibles aux opérations de refinancement. Puis l'Eurosystème a innové en intervenant directement sur le marché des « covered bonds » (obligations sécurisées) émises par les banques.

L'exemple de l'Union monétaire européenne montre qu'en présence d'un marché bancaire fractionné et de positions de liquidité différentes des banques, il peut être justifié d'utiliser des instruments monétaires différenciables par pays. Cela pourrait être une différenciation des taux de réserves obligatoires (peut-être unifiés prématurément dans l'UMOA en décembre 2010), bien que cet instrument soit mal adapté à un réglage fin de la liquidité bancaire. En revanche il est possible de recourir à des enchères à taux fixe et quantité illimitée, comme le fait déjà la BCEAO depuis 2009, mais pour des échéances courtes (1mois), et à des opérations d'achat de titres en direction des banques ayant des problèmes de liquidité. En UMOA, la différenciation de la politique monétaire par pays pourrait s'appuyer sur la programmation monétaire par pays.

Le traitement de situations conjoncturelles différentes ne saurait évidemment reposer uniquement sur la politique monétaire, puisque celle-ci doit conserver une certaine uniformité qui est le principe même d'une union monétaire. Le renforcement de l'intégration régionale devrait progressivement contribuer à amortir l'effet de ces chocs idiosyncratiques et permettre un plus grand partage des risques, grâce à une mobilité plus grande des biens, des personnes et des capitaux dans l'espace régional²¹. Surtout, comme l'a montré l'expérience européenne, le rôle des Etats et de leur politique budgétaire

²⁰ Banque de France, « La crise de la dette souveraine » *Documents et débats*, mai 2012, n°4, p.63.

²¹ Cf. *Etude sur l'évaluation des gains attendus de l'intégration régionale dans les pays africains de la Zone franc*, 2012, opus cité p. 239-241.

demeurera central. En Europe, à l'automne 2008, ce sont les Etats qui ont soutenu leurs banques en difficulté et tenté de relancer leurs économies respectives par une politique budgétaire expansive.

L'importance de la politique budgétaire en présence d'hétérogénéité des situations nationales

L'efficacité de la politique monétaire commune dépend d'une bonne combinaison de la politique monétaire avec les politiques budgétaires nationales. Lorsque les Etats d'une union sont soumis à des chocs spécifiques, économiques voire politiques, il convient que la politique budgétaire nationale puisse exercer un rôle contra-cyclique ou que le budget communautaire puisse venir en aide aux pays en récession afin d'assurer un certain partage des risques correspondant au principe de solidarité constitutif de la volonté d'intégration régionale.

Il existe dans l'UEMOA une surveillance multilatérale des politiques budgétaires dont on ne saurait donc contester le bien-fondé ; mais le principe retenu par le *Pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité* adopté en 1999 par le Conseil des Ministre de l'Union est celui d'un équilibre permanent des finances publiques (hors dépenses financées par l'extérieur), ce qui ne favorise pas une politique budgétaire contra-cyclique²². D'autre part le niveau des ressources de la Commission ne lui permet pas d'exercer une action contra-cyclique significative. C'est pourquoi une définition d'un solde budgétaire structurel pouvant servir de référence à la surveillance multilatérale serait souhaitable, ainsi que l'extension des ressources de la Commission de l'UEMOA, lui permettant de soutenir la demande dans les Etats en récession.

La question de la coordination des politiques monétaire et budgétaire est une question encore plus fondamentale face au risque d'une crise financière de large ampleur associée à une crise de la dette souveraine.

²² Guillaumont Jeanneney S. et S. J-A. Tapsoba, 2011, « Procyclicité de la politique budgétaire et surveillance multilatérale dans l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine », *African Development Review*, .23(2), p.172-189.

La politique monétaire commune face au risque de crise financière associée à une crise de la dette souveraine.

L'intégration financière de l'UEMOA s'est accélérée au cours des dernières années ; elle se manifeste principalement dans l'intensité des paiements entre pays et dans le développement rapide du marché régional des titres publics. Elle reste cependant encore bien inférieure à l'intégration financière européenne. On doit se réjouir des progrès de l'intégration financière, qui devrait permettre des économies d'échelle dans la fourniture des services financiers et une réduction de leurs coûts, ce qui favorisera le développement financier et partant la croissance économique. Par rapport à la moyenne des autres économies africaines, le développement financier de l'UEMOA marque un certain retard qui handicape son développement économique. Le ratio de la masse monétaire par rapport au PIB de l'UEMOA a cru rapidement entre 2000 et 2010 puisqu'il est passé de 20% à 35% ; cependant il reste inférieur à la moyenne africaine (38%).

Mais une intégration financière plus poussée n'est pas elle-même sans dangers, comme en témoigne la situation européenne. En Europe la crise bancaire, née dans certains pays d'un excès des crédits au secteur privé, notamment des crédits immobiliers, a été exacerbée par celle de la dette souveraine, due aux politiques de relance en 2008-2010 (succédant dans certains pays à plusieurs années de laxisme budgétaire), accompagnées parfois d'un coût budgétaire élevé du soutien public aux banques en difficulté, ainsi qu'à l'absence de reprise durable de l'activité économique. La crise bancaire s'est rapidement diffusée dans l'ensemble de l'Union en raison de l'imbrication des banques européennes.

Il ne semble pas que dans un avenir prochain l'UEMOA puisse connaître une grave crise bancaire née d'un excès des crédits à l'économie. En revanche, la BCEAO pourrait être confrontée comme la BCE à une crise de la dette souveraine. Pourquoi ce risque ? Et quels enseignements peut-on tirer de la politique de la BCE soumise aux mêmes limites que la BCEAO quant au financement monétaire des déficits publics ?

Le Pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité, un rempart insuffisant contre le risque d'une crise de la dette souveraine

Les gouvernements ont certes mis en place, comme nous l'avons précédemment noté, un dispositif de surveillance multilatérale des budgets des Etats de l'Union, dont les critères de premier rang sont constitués (outre une inflation annuelle inférieure à 3%), par l'obligation de respecter un ratio (par rapport au PIB) du solde budgétaire de base, « défini comme la différence entre les recettes totales (hors dons) et les dépenses courantes ainsi que les dépenses d'investissements publics financés sur ressources internes », qui doit être positif ou nul et de limiter leur endettement à 70 % du PIB. De plus les Etats ne doivent pas accumuler des arriérés de paiement, intérieurs ou extérieurs.

Ce *Pacte* risque bien de ne pas être un rempart suffisant contre une crise de la dette souveraine. Un pacte du même type existe en Europe mais la contagion de la crise américaine des *subprimes* a conduit la plupart des pays européens à ne plus le respecter, y compris l'Allemagne, et les sanctions prévues ont été suspendues. En UEMOA l'obligation d'un équilibre des finances publiques n'est pas systématiquement respectée, sans application de sanctions. Depuis 2000, en aucune année, les Etats ne sont parvenus simultanément à dégager un solde positif, même si de 2007 à 2010 le solde global de l'Union est positif. La situation née de la crise ivoirienne a conduit cet Etat à suspendre le service de sa dette et a mis en grave difficulté les banques ivoiriennes détentrices des titres de cet Etat, ainsi que certaines banques d'autres pays de l'Union engagées en Côte d'Ivoire. Elle illustre bien qu'une crise de la dette souveraine peut se transmettre d'un Etat à l'ensemble du système bancaire de l'Union. Cette situation inédite a exigé un assouplissement temporaire des règles de provisionnement par les banques de leurs créances douteuses, la mise en place d'un « programme de renouvellement (*roll over*) des lignes arrivées échéance », puis une restructuration de la dette publique.²³

Les risques liés aux déséquilibres des finances publiques existent alors même que le plafond d'endettement fixé par la surveillance multilatérale est à l'heure actuelle respecté par tous les Etats. Mais cette bonne performance tient aux annulations de dettes dans le cadre de l'Initiative pour les pays pauvres très endettés (PPTE) et l'Initiative pour l'annulation de la

²³ *Rapport de la Zone franc 2011*, p.79.

dette multilatérale (IADM). Ces annulations ont redonné une marge d'emprunt aux Etats, poussés à l'utiliser dans la mesure même où l'existence d'un marché financier régional et son développement facilitent l'émission de titres publics. L'inquiétude ne vient pas tant du niveau actuel de l'endettement, encore faible, que de la vitesse de son accroissement. L'exemple du Sénégal qui a connu de 2006 à 2011 une hausse rapide du ratio sa dette publique sur son PIB qui passe de 22,0% à 40,8% (soit au rythme de 85%²⁴), en raison d'une augmentation particulièrement rapide de son endettement intérieur, illustre bien cette tendance à un accroissement rapide de la dette publique.

La réaction de la BCE à la crise de la dette souveraine

Il nous paraît instructif de voir comment la Banque centrale européenne a réagi à la crise de la dette souveraine en Europe et à ses conséquences pour les banques de l'Union détentrices de titres publics émis par les Etats en difficulté, puisque la BCE est soumise à la même contrainte que la BCEAO quant au financement monétaire des déficits publics.

En effet, depuis 2010 la BCEAO a vis-à-vis des gouvernements des Etats de l'Union un statut d'indépendance analogue à celui de la BCE, qui s'appuie sur une claire définition de sa mission (que nous avons rappelée), un mode de désignation de son gouvernement qui la met à l'abri de pression politique et une limitation stricte du financement monétaire des Trésors publics nationaux. Depuis 1998 la BCEAO ne fait plus d'avances directes aux Etats et depuis 2010 le refinancement des banques adossé à des titres publics de toute nature et l'encours de ces titres détenus par la Banque centrale pour son propre compte ne peuvent dépasser 35% des recettes fiscales de l'Etat considéré durant le précédent exercice.

En Europe le disfonctionnement du marché interbancaire s'est accentué avec la crise de la dette souveraine de certains Etats, qui a gravement compromis la liquidité, voire la solvabilité, des banques détentrices de cette dette. Cela a conduit la BCE à maintenir les nouvelles règles d'intervention sur le marché bancaire initiées en 2008 et à les compléter

²⁴ FMI, *Sénégal : Troisième revue de l'Instrument de soutien à la politique économique et demande de modification des critères d'évaluation*, décembre 2012, p.16 et *Sénégal : Troisième revue du programme soutenu par l'Instrument de soutien à la politique économique et première revue de l'accord au titre de la facilité de protection contre les chocs exogènes et augmentation de cette facilité*, juin 2009, p.22. Le ratio d'endettement qui figure dans les données de la surveillance multilatérale des budgets est du même ordre de grandeur, soit 37,3%..

par des interventions directes sur les marchés secondaires des titres publics (*securities market programme SMP*), de manière temporaire et en quantité limitée, en accompagnant ces interventions d'opérations de stérilisation afin de neutraliser l'impact des achats sur la création monétaire. Avec l'extension de la crise de la dette souveraine à l'automne 2011, l'action de l'Eurosystème s'est encore élargie. La BCE a allongé la maturité des refinancements à taux fixes, étendu à nouveau l'éventail des actifs acceptés en garantie, avec augmentation parallèle des décotes pratiquées, et a abaissé le taux des réserves obligatoires de 2% à 1% en janvier 2012.

Contrairement à la FED et à la Banque d'Angleterre, la BCE (du fait de l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne) considère qu'elle ne peut accroître la base monétaire en achetant les titres publics (*Quantitative easing ou assouplissement quantitatif*) et que son action ne doit pas se substituer aux mécanismes communautaires d'aide aux Etats de la zone en difficulté : la *facilité grecque*, le *mécanisme européen de stabilité financière (MESF)*, puis la *facilité européenne de stabilité financière (FESF)*, fonds intergouvernemental utilisé en faveur de l'Irlande et du Portugal, puis de la Grèce. A ce fonds devrait se substituer le *Mécanisme européen de stabilité (MES)*, véritable institution financière dont la création a impliqué un nouveau Traité.

Cependant, le 6 septembre dernier le Conseil des gouverneurs de la BCE a fait un pas de plus en décidant des « *outright monetary transactions* », ou la possibilité pour la Banque centrale d'acheter sur le marché secondaire des titres publics de maturité comprise entre un et trois ans, sans limitation de quantité, mais soumis à la conditionnalité d'un recours de l'Etat concerné au MES dont l'aide est elle-même soumise à l'acceptation d'un plan d'ajustement des finances publiques ; de plus, comme dans le « programme pour les marchés de titres » (SMP) maintenant clos, ces achats seront accompagnés de mesures de stérilisation. Le Président Draghi a insisté dans sa conférence de presse sur le fait que ces dispositions visaient à sauvegarder le mécanisme de transmission de la politique monétaire à la sphère réelle en préservant son unité, et qu'en évitant des scénarios destructeurs résultant d'anticipations erronées sur la réversibilité de l'euro, la BCE restait parfaitement dans son mandat et ne mettait pas en cause son indépendance²⁵. Cette position est sujette à

²⁵ Conférence de presse du 6 septembre 2012 de Mario Draghi "It is against this background that the Governing Council today decided on the modalities for undertaking Outright Monetary Transactions (OMTs) in secondary

discussion, puisque la décision du Conseil des gouverneurs n'a pas été unanime. Le gouverneur de la *Bundesbank* s'y est opposé, considérant que cette décision violait les statuts de la Banque centrale et allait à l'encontre de sa mission principale qui est de préserver la stabilité monétaire.

La décision historique de la BCE de venir en aide aux Etats qui ne peuvent plus emprunter sur les marchés, sinon à des taux insoutenables pour leurs finances publiques, n'aurait pas été possible sans la signature du Traité intergouvernemental de stabilité, coordination et de gouvernance (TSCG), qui prévoit un renforcement des règles du Pacte budgétaire et une surveillance multilatérale plus rapprochée des politiques budgétaires nationales, accompagnée d'éventuelles sanctions financières prononcées par la Cour européenne de justice si un gouvernement ne respecte pas ses engagements.

Quels enseignements l'UEMOA et la BCEAO pourraient-elles tirer de la crise de l'Union monétaire européenne ?

En premier lieu une réflexion mériterait d'être engagée en UEMOA sur la définition des critères du *Pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité*, adopté il y a plus de dix ans et sur les moyens de renforcer son efficacité. Il conviendrait sans doute de donner plus de poids au critère de l'endettement public dans la surveillance multilatérale des politiques budgétaires. Mais la question du plafond adéquat est difficile. Il est normal que dans un pays en développement l'Etat s'endette pour investir, mais jusqu'où peut-il aller ? Les organismes de Bretton-Woods proposent une analyse de la soutenabilité de la dette des pays en développement qui sert de référence aux bailleurs internationaux. Mais celle-ci ne fait pas l'objet d'un consensus, certains la trouvant excessivement optimiste quant aux trajectoires de croissance des pays considérés, d'autres trop conservatrice. Elle repose sur un jugement des politiques économiques des pays (le fameux *Country Policy and*

markets for sovereign bonds in the euro area. As we said a month ago, we need to be in the position to safeguard the monetary policy transmission mechanism in all countries of the euro area. We aim to preserve the singleness of our monetary policy and to ensure the proper transmission of our policy stance to the real economy throughout the area. OMTs will enable us to address severe distortions in government bond markets which originate from, in particular, unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro. Hence, under appropriate conditions, we will have a fully effective backstop to avoid destructive scenarios with potentially severe challenges for price stability in the euro area. Let me repeat what I said last month: we act strictly within our mandate to maintain price stability over the medium term; we act independently in determining monetary policy; and the euro is irreversible."

Institutional assessment ou CPIA) qui est lui-même l'objet de diverses critiques. IL serait souhaitable que les gouvernements mènent leur propre réflexion sur le maximum d'endettement acceptable.

La question de l'efficacité de la surveillance multilatérale est liée aux sanctions, ce qui ressort bien de l'expérience européenne. Les sanctions qui prennent la forme d'une restriction des financements communautaires à l'encontre des Etats récalcitrants risquent d'être peu efficaces si ces fonds sont limités et disproportionnés par rapport aux autres sources de financement externe des budgets nationaux, ce qui est le cas de l'UEMOA²⁶. L'augmentation des ressources propres de l'Union est nécessaire à la crédibilité d'une sanction financière. L'imposition d'une amende aux Etats dont les déficits seraient supérieurs à la norme acceptée, comme cela est institué par le TSCG européen, risque de se heurter à la faiblesse même des finances publiques à l'origine des déficits. C'est, semble-t-il, plus par un travail d'analyse objective et un travail de persuasion que la surveillance « par les pairs » à laquelle s'apparente la surveillance multilatérale des budgets pourra peu à peu devenir réalité. Un préalable à l'effectivité des sanctions est aussi la régularité et la fiabilité des données budgétaires transmises à la Commission. Or plusieurs pays doivent encore améliorer la comptabilisation de leurs opérations budgétaires et il conviendrait que la Commission dispose d'un pouvoir d'investigation sur la construction des données transmises par les autorités nationales.

En second lieu, pour que la Banque centrale ne se retrouve pas seule face à une crise de la dette souveraine, il convient que des fonds communautaires soient susceptibles de venir en aide aux Etats en difficulté, soit parce qu'ils souffrent d'une baisse d'activité spécifique, soit parce que leur système bancaire ou leur Trésor public subit une crise de liquidité. En Europe la présence de ce type de fonds ou d'institutions apparaît comme la garantie de l'indépendance de la Banque centrale. Ce pourrait être un exemple pour l'UEMOA.

²⁶ Les fonds communautaires de financement des investissements étant destinés dans l'UEMOA à des projets intégrateurs, souvent financés partiellement par des bailleurs extérieurs, il serait délicat de suspendre les décaissements en fonction des problèmes budgétaires d'un seul Etat.

Conclusion

De cette comparaison entre la BCEAO et la BCE trois enseignements principaux peuvent être tirés quant aux conditions d'efficacité de la politique monétaire commune.

- 1) Dans une union monétaire, il est tentant d'asseoir la politique monétaire commune sur les taux directeurs de la Banque centrale qui sont par définition les mêmes pour toutes les banques de l'Union. Cette politique a l'avantage de la simplicité et de la transparence. Cependant son efficacité dépend du bon fonctionnement du marché interbancaire qui suppose lui-même l'absence de défiance dans la solidité du système bancaire. Lorsque cette condition n'est pas ou n'est plus réunie, la Banque centrale doit recourir à des instruments quantitatifs si elle veut atteindre l'ensemble des banques dont les situations de liquidité sont différentes. La banque centrale européenne a montré sa capacité à adapter ses instruments face à une situation inédite. Les banques européennes sont apparues vulnérables à des chocs exogènes, ce qui a pu justifier des actions spécifiques et transitoires, en vue comme l'a dit Mario Draghi d'assurer la pérennité de la monnaie commune. Or, comme nous le rappelions en introduction, les pays de l'UEMOA et leur système bancaire risquent d'être, à l'avenir plus encore que par le passé, frappés par des chocs exogènes en raison de l'instabilité économique mondiale, qui peut les affecter différemment.

Mais la flexibilité de la banque centrale ne doit pas créer un risque d'aléa moral tant de la part des banques que des Etats. Traiter des problèmes de liquidité propres à certaines banques et soutenir la dette de certains Etats ne peut signifier soutenir systématiquement des banques ou des Etats insolvables.

- 2) En ce qui concerne les banques, apparaît alors toute l'importance de la régulation prudentielle et de la surveillance bancaire. La régulation prudentielle devrait être renforcée et les obligations mieux respectées²⁷. Quant à la surveillance bancaire, l'UEMOA a l'avantage d'avoir créé une Commission régionale, même si parfois l'application de ses décisions est entravée par les autorités nationales. Elle est en avance sur l'Europe, où la surveillance bancaire est encore de la responsabilité des

²⁷ Cf. IMF 2012, *opus cité*, p.18. Notons qu'un système obligatoire d'assurance des dépôts est à l'étude.

autorités nationales. Le projet en discussion en Europe est bien de confier la surveillance des établissements financiers à un département spécifique de la BCE.

- 3) L'efficacité de la politique monétaire dépend aussi de la politique budgétaire. C'est le cas dans un cadre national, ce l'est encore plus en union monétaire ; celle-ci crée, au moins pour un temps, une plus grande facilité de financement des déficits par recours au marché financier régional (ce fut pour une part le drame de la Grèce) ; une fois la crise déclenchée dans un pays le risque de contagion aux autres pays de l'Union est d'autant plus grand que les systèmes financiers sont plus intégrés.

La menace qu'une crise de la dette souveraine fait peser sur la cohésion de toute union monétaire justifie l'existence d'un plafond d'endettement communément accepté ainsi que la constitution préventive d'un fonds de soutien aux Etats en difficulté.



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.

Contact

www.ferdi.fr

contact@ferdi.fr

+33 (0)4 73 17 75 30