



Munich Personal RePEc Archive

MONETARY REFORMS AND ECONOMIC GROWTH IN CEMAC ZONE

Mallaye, Douzounet

University of Yaounde II

27 December 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/19621/>
MPRA Paper No. 19621, posted 28 Dec 2009 14:27 UTC

Réformes monétaires et croissance économique en zone CEMAC¹

DOUZOUNET MALLAYE

Université de Yaoundé 2 Soa

Email : douzounetmallaye@yahoo.fr

Résumé

Cette étude vise à analyser les effets des réformes monétaires sur la croissance économique en zone CEMAC. En effet dans le cadre de plans d'ajustement structurel recommandés par les institutions de Bretton Woods, les gouvernements des pays de la zone CEMAC ont depuis le 16 octobre 1990 libéralisé le secteur financier, assoupli la politique monétaire, restructuré les banques et adopté de nouvelles réglementations prudentielles. Ainsi, nous évaluons l'impact de la politique monétaire rénovée sur la croissance économique sur la période 1990-2003. Les résultats obtenus, après des régressions sur données de panel, mettent en évidence un effet mitigé de la relation entre les réformes monétaires et la croissance économique de long terme. Ce qui laisse penser à la possibilité de mise en oeuvre des conditions nécessaires à la réussite des réformes monétaires.

Mots Clés : croissance économique, politique monétaire, CEMAC, données de panel.

Classification JEL : C23, E52, O42, N1

Abstract

The aim of this study is to analyse the effects of monetary reform on economic growth in the CEMAC zone. Indeed, in 16th October 1990, the governments concerned liberalised the financial sector, softened their monetary policies, restructured the banks and adopted new prudential regulation within the context of structural adjustment plans recommended by the Bretton Wood institutions. In this way, we assess the impact of monetary liberalization policy on economic growth during the period 1990-2003. Using recent panel data regressions, the results exhibit a mitigated effect of the relation between the monetary liberalization policy and the economic growth a long run. Thus, one can imagine the possibility to implement the important conditions of the success of monetary reform.

Key Words: economic growth, monetary reform, monetary policy, CEMAC, panel data

JEL Classification : C23, E52, O42, N1

¹ Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale. Elle regroupe six pays : Cameroun, Centrafrique, Congo, Gabon, Guinée Equatoriale et Tchad. Dans notre analyse nous omettons la Guinée Equatoriale de la liste.

Introduction

Les pays membres de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale ont connu, à des degrés divers, une crise économique et financière profonde dans les années 1980 et au début de la décennie 1990. La mise en oeuvre de programmes d'ajustement structurel sur une période relativement longue, des réformes spécifiques visant la libéralisation des systèmes financiers et le changement de la parité du franc CFA par rapport au franc français, intervenu en janvier 1994, ont induit une relative stabilité macroéconomique, mais les effets de chacune de ces politiques sur la croissance réelle ne font pas toujours l'unanimité parmi les économistes.

Généralement, une politique de libéralisation financière peut être axée sur deux volets : les réformes monétaires qui visent à relaxer la politique monétaire des contraintes qui pèsent sur elle et d'abolir certaines pratiques (encadrement du crédit, rationnement du crédit, réserves obligatoires élevées, crédits à taux plafonnés ou bonifiés aux gouvernements et à certains secteurs...) et les remplacer par un contrôle indirect de la masse monétaire à travers la manipulation des taux d'intérêt du marché monétaire. Les deuxièmes réformes visent quant à elles, l'émergence d'un système financier véritablement concurrentiel et diversifié où les différentes entités fonctionnent en entretenant des liens étroits dans un environnement assaini par la définition de ratios prudentiels dont une entité indépendante veille au strict respect, la Commission bancaire ; ce sont les réformes financières.

Notre étude vise à analyser l'impact des réformes monétaires sur la croissance économique à partir des effets spécifiques de la politique monétaire durant les années de réformes. La question centrale qui sous-tend ce travail est la suivante : Quel est l'impact de la politique monétaire sur la croissance en zone CEMAC depuis les réformes des années 1990 ? Plus spécifiquement, quels sont les effets réels des réformes monétaires ? Quels sont les effets nominaux ? Enfin, existe-t-il des différences significatives entre les effets réels et les effets nominaux des réformes monétaires en zone CEMAC ?

La distinction entre effets réels et effets nominaux des impulsions monétaires dans le cadre du nouveau dispositif de gestion de la politique monétaire défini au début des années 1990 et dont l'objectif ultime est la stabilité de la monnaie franc CFA (stabilité des prix et du change) n'est pas anodine et fantaisiste. Si par exemple, les effets réels de la politique monétaire supplantent ses effets nominaux, alors on dira que les réformes monétaires ont conduit à une croissance réelle avec une certaine stabilité des prix – objectif majeur de ces réformes

monétaires menées ! Dans le cas inverse, les réformes monétaires seraient perçues comme potentiellement inflationnistes.

Pour ce faire, il convient dans un premier temps de présenter les controverses théoriques sur l'efficacité de la politique monétaire en matière de croissance économique ; et de dresser le bilan des stratégies de la politique monétaire pratiquée par la Banque des Etats d'Afrique Centrale (BEAC) depuis sa création. Puis dans un second temps de tester économétriquement les effets de la nouvelle politique monétaire sur l'activité réelle en zone CEMAC.

Section 1: Controverses théoriques et stratégies de politique monétaire

Nous présentons d'une part dans cette section une revue de littérature recensant les controverses théoriques sur l'efficacité de la politique monétaire en matière de croissance ; et d'autre part les stratégies de la politique monétaire pratiquée par la BEAC.

I. 1. Politique monétaire et croissance économique: une revue de la littérature

Sur le plan théorique, la question du rôle de la politique monétaire et plus généralement des unions monétaires en matière de croissance continue de soulever d'importants débats opposant les sceptiques aux optimistes.

I.1.1- La thèse des sceptiques en faveur d'une relation limitée

La thèse des sceptiques est très ancienne, principalement partagée par les monétaristes comme Milton Friedman (1968) et par quelques économistes comme William Poole.

Ce dernier à l'occasion du 43^{ème} congrès de l'Association Nationale Américaine des Economistes d'Entreprises en septembre 2001, sur le thème «Relance de la Croissance Economique : Que peut faire et que ne peut pas faire la politique monétaire?»², disait dans son propos liminaire au titre de Président de la Réserve Fédérale de St Louis. « qu'il aurait pu tout simplement reprendre le discours inaugural sur « le Rôle de la Politique Monétaire » prononcé par Milton Friedman lors du Congrès Annuel de l'Association Américaine des Economistes, et s'asseoir... ». Or dans ce texte, Milton Friedman affirme dans un style clair et limpide, sans aucune formalisation, que le seul but de la politique monétaire est de veiller à la stabilité des prix, en évitant toute action contra-cyclique sur les marchés, susceptible de perturber ces

² Poole William (2003) « the rôle of Monetary Policy in the Current Macroeconomic environment », speech of National Association for Business Economics, 43rd Annual Meeting. New York: The Federal Reserve Bank of St Louis. News and Events, sept. Ce texte confirme un texte plus ancien du même auteur: Poole William (1998) « Economic Growth: is the Fed irrelevant? », présenté au St Louis Regional Commerce and Growth Association Leadership Circle ». Juill.

derniers, tant l'incertitude pèse sur les délais d'action de la politique monétaire.

Poole (2002) reprend ce point de vue à son compte, en rappelant que selon Friedman, la politique monétaire n'affecte que les variables nominales telles que les taux d'intérêt nominaux ou le niveau des prix. Les effets d'impacts sur ces variables pouvant porter sur les niveaux ou les taux de croissance de ces variables. En conséquence, la banque centrale ne peut espérer être efficace en recherchant pour cible, la valeur d'une quelconque variable réelle, car les effets d'impact sur les variables réelles comme le produit intérieur brut (PIB) ou le taux de chômage, sont par nature transitoires et très aléatoires.

Précisant son point de vue personnel, Poole conclut qu'en effet, même s'il est possible d'entamer une action de correction des fluctuations cycliques d'activité. Il convient qu'une telle action ne vienne pas compromettre l'objectif des stabilités des prix, que seule la Banque Centrale est à mesure de réaliser. C'est pourquoi la prudence exige de ne pas définir des objectifs de croissance ou de chômage, car non seulement on ne fait rien de ce que serait le taux de croissance d'équilibre de longue période, mais on en sait rien non plus du taux de chômage compatible avec l'équilibre du marché de travail à long terme. Donc une action de relance par la monnaie, risque de conduire à une épouvantable erreur de politique économique.

Daniel Thornton (2003), un des principaux responsables de la Réserve Fédérale dans l'Etat de Saint-Louis, se pose aussi la question de savoir si la politique monétaire est-elle encore efficace.

Pour le cas américain, l'auteur répond par la négative à cette question, lorsque du moins il considère les périodes de récession. Il remarque que la Réserve Fédérale a réduit le niveau du taux effectif sur les fonds fédéraux de 525 points de base à chaque récession, c'est-à-dire entre janvier 1990 et janvier 1992, puis depuis juillet 2000 à janvier 2002. Au cours de la dernière période, le FED a même anticipé la récession, en réduisant le taux effectif sur les fonds fédéraux qui constitue son principal instrument de politique monétaire, bien avant que l'activité ne parvienne au sommet du cycle conjoncturel. La banque centrale a été bien plus loin d'ailleurs, en baissant le niveau de ce taux de 475 points de base en un an seulement, c'est-à-dire tout au long de l'année 2002. L'incertitude sur l'ampleur de la reprise a conduit les autorités à réduire de 50 point de base supplémentaires le taux effectif en novembre 2002, poussant ainsi les taux à court terme vers les niveaux les plus bas observés depuis le milieu des années 1950.

Pourtant, la réponse de l'économie américaine ajoute Thornton, apparaît pour le moins « anémique » en dépit d'une « thérapie aussi agressive », aussi bien en ce qui concerne la

récession de 1990-1991 que pour la récession actuelle, en comparaison avec la réponse de l'économie lors des récessions observées avant la 2ème Guerre Mondiale, aux variations des instruments de la politique monétaire.

Comment dans ces conditions expliquer la faiblesse des effets de la politique monétaire sur l'activité réelle? Plusieurs explications sont envisageables, mais nous retenons celle qui nous semble accessible et compréhensible pour tout lecteur.

L'explication donnée est relative à l'asymétrie entre la réponse de l'économie à des augmentations de taux d'intérêt et celle qu'elle enregistre suite à des baisses de taux d'intérêt. En effet à court terme, la politique monétaire affecte l'activité réelle via son effet sur les prix. Or si la rigidité des prix est plus forte lorsqu'ils baissent que lorsqu'ils augmentent, les effets du resserrement monétaire vont se refléter davantage sur l'activité que sur les prix, et ce par opposition aux effets d'une politique monétaire expansive. Cette asymétrie d'ajustement des prix étant notamment à relier à l'impossibilité pour les firmes privées de diminuer les salaires, lorsque notamment les contrats de travail comportent des clauses d'indexation. Afin de vérifier cette hypothèse, Jeremie Piger (2003), du Federal Reserve Board de Saint Louis régresse les variations de la croissance trimestrielle du PIB en volume postérieure aux variations des taux d'intérêt sur les fonds fédéraux, sur la période 1962 -2002. Il observe que 1% d'augmentation des taux d'intérêt entraîne une réduction de 0,2% de la croissance trimestrielle de l'activité dans les deux années suivantes, alors qu'une baisse de 1% des taux d'intérêt sur les fonds fédéraux entraîne une augmentation de la croissance de l'activité réelle de 0,5% seulement au cours des deux années suivant le choc. On observe bien qu'une asymétrie dans la réponse de l'économie réelle aux modifications des instruments de la politique monétaire, ce qui conforte apparemment l'idée selon laquelle l'action des banques centrales est plus lente à restaurer des économies à la sortie d'une récession qu'à les pousser vers la surchauffe en régime d'expansion³.

La faiblesse de la réponse de l'économie aux variations à la baisse des taux d'intérêt ne provient-elle pas tout simplement de ce que la croissance constitue d'abord et avant tout un phénomène réel, par opposition à l'inflation qui serait un phénomène monétaire.

Sidrauski (1967) prend quant à lui une position diamétralement opposée aux travaux de Tobin. Il suppose que la monnaie entre dans la composition de la fonction d'utilité des

³ Bien entendu, l'auteur admet la précaution nécessaire dans l'interprétation de ce résultat puisque les taux d'intérêts sur les fonds fédéraux peuvent constituer un indicateur avancé de l'activité, qu'utilise la banque centrale pour affecter celle-ci en réponse aux facteurs fondamentaux de l'activité. Ce résultat n'est donc pas à considérer comme un facteur de causalité stricte allant des taux d'intérêt à court terme vers l'activité réelle.

ménages car elle fournit un flux de services issus de sa détention. Les résultats conduisent à déterminer la super neutralité de la monnaie. La monnaie dans ce cas ne jouerait aucun effet ni à court terme, ni à long terme car elle ne serait pas susceptible de jouer sur le niveau et l'évolution du PIB. Par la suite, les extensions sur les modèles *cash-in-advance* ont fourni des justifications plus claires à ce problème.

Ces analyses sceptiques du rôle de la politique monétaire en matière de croissance (plus précisément dans le cas américain) n'est pas du point de vues de tous les théoriciens. Ce qui convient de présenter la thèse des optimistes en faveur d'une relation avérée.

I.1.2- la thèse des optimistes en faveur d'une relation avérée

La thèse des optimistes également ancienne, puisque relative chez les néo-keynésiens comme James Tobin, ou même des néo-classiques circonstanciellement comme Paul Anthony Samuelson ou Robert Solow Jr., à la possibilité de pratiquer du pilotage fin, tant que l'ajustement des anticipations inflationnistes des agents reste lent, conclut à la possibilité de corriger à court terme les écarts déflationnistes des activités. Cette thèse a été renouvelée dans la période récente. Bien entendu, on admet ici avec John Vickers (2000) par exemple, suivant le bon enseignement de Solow, que la croissance de la production réelle est spécifiquement un phénomène de long terme (composante permanente), résultant de la croissance du nombre d'heures travaillées, du stock de capital ou de la main d'oeuvre suivant son degré moyen de qualification. Néanmoins, l'amélioration de la répartition des facteurs travail et capital, une meilleure explication des économies d'échelle, comme le processus d'innovation et la diffusion à grande échelle de technologies efficaces et de méthodes de travail renouvelées, affectent les mouvements transitoires de l'activité (composante transitoire). Dans ces conditions, se soumettre à une règle fixe, qu'elle soit relative à un agrégat monétaire bien relié à l'activité en valeur comme chez Friedman, ou à un niveau de taux d'intérêt nominal à court terme bien en phase avec les taux d'intérêt d'équilibre global à long terme comme chez John Taylor, interdit de saisir des opportunités d'utilisation plus intensive des capacités de production pour améliorer le bien être à court terme⁴.

Tout en partageant avec les sceptiques la nécessité d'assigner l'objectif de stabilité des prix à la politique monétaire, ces auteurs tirent cependant parti des développements contemporains

⁴ Pour bien illustré son propos introductif, Vickers rappelle d'ailleurs le débat entre Churchill, Keynes et McKenna, lors d'un dîner chez le premier, préalablement au rétablissement de la parité-or du Sterling d'avant la 1ère guerre mondiale. Keynes et Vickers père y étant opposés comme McKenna d'ailleurs, lequel cependant a succombé à l'argument de Churchill selon lequel il s'agissait d'une décision politique bien plus qu'économique

sur les sources de croissance endogène (Aghion et Howitt, 1998), découlant alternativement de l'innovation technologique ou du commerce extérieur (Frankel Jeffrey et Romer David, 1999), dans un contexte de libre-échange régional où les stratégies de diversification et de spécialisation absolue sont mises en concurrence (Krugman Paul, 1993), ou dans un contexte d'union monétaire (Rose A., 2000), pour affirmer le potentiel d'efficacité des unions monétaires sur la croissance à partir des conclusions suivantes.

Babissakana (2001) souligne dans le contexte des économies de la zone d'émission BEAC que par la stabilité des prix, la banque centrale crée les conditions d'une croissance économique, saine, solide et durable impliquant la création d'emplois et donc la réduction du chômage, par l'entremise de trois canaux fonctionnels, dynamiques et simultanés.

I.2- Stratégies de politique monétaire en zone BEAC

Ces stratégies se déroulent pendant deux périodes bien distinctes: la première période (1972-1990) est caractérisée par la fixation d'un objectif final, axé sur la recherche de la promotion du développement économique dans la zone d'émission BEAC ; la seconde période répond aux préoccupations de recherche de la stabilité monétaire dans ses deux dimensions : la stabilité interne par rapport à l'inflation et la stabilité externe par rapport à la couverture extérieure du FCFA par les avoirs extérieurs. Cette stabilité monétaire est en effet un gage de compétitivité, de productivité et de croissance (Okah -Atenga, 2005).

I.2.1- Une stratégie de politique monétaire administrée : 1972-1990

La stratégie de politique monétaire suivie par la Banque Centrale entre 1960 et octobre 1990 avait pour objectif final le développement économique des Etats membres et les instruments de politique monétaire étaient utilisés à cette fin. A l'époque, en l'absence d'un cadre cohérent de formulation de la politique monétaire (comme la programmation monétaire aujourd'hui), il n'y avait pas d'objectifs ou cibles intermédiaires déclarés.

Examinons ensemble les principaux traits de cette stratégie à travers l'objectif ultime et les instruments utilisés, avant d'en souligner les limites qui justifient les réformes introduites à partir de 1990.

1) Objectif final de la politique monétaire avant octobre 1990

Dans les textes de 1972 qui régissent jusqu'alors le fonctionnement de la BEAC, en attendant les statuts révisés, l'objectif final de la politique monétaire n'est pas explicitement énoncé. Toutefois, compte tenu des mécanismes de financement en faveur des secteurs dits privilégiés

prévus dans ces textes (Trésors nationaux, PME nationales, unités de commercialisation agricoles et particuliers nationaux pour leurs opérations de constructions immobilières), l'on peut avancer sans trop se tromper que l'objectif final de la Banque Centrale était le développement économique. Telle est notre lecture des statuts, mais également celle des universitaires et des partenaires extérieurs (FMI, Banque mondiale,...). En effet, élaborées au début des années 70, les dispositions statutaires de la BEAC reflètent " l'air du temps " et ont une orientation administrative, dirigiste et " développementiste " très marquée. A cette époque, les pouvoirs publics de nos pays avaient une pensée économique "progressiste", croyaient aux vertus du plan (et moins à celles du marché) et semblaient être à l'aise pour financer le développement par la création monétaire.

2) Instruments de politique monétaire avant octobre 1990

Les instruments utilisés jusqu'en 1990 par la Banque Centrale dans la conduite de la politique monétaire comprenaient : les taux d'intérêt, les plafonds de réescompte, les réserves obligatoires et surtout le contrôle qualitatif ou sélectif du crédit qui est le trait dominant de la politique monétaire et du crédit de la BEAC au cours de cette période.

La politique des taux d'intérêt menée par la BEAC, particulièrement au cours de la période 1972/1990, devait apporter un soutien monétaire actif au développement et notamment aux initiatives économiques des Trésors, entrepreneurs et particuliers nationaux. Dans le cadre de cette orientation, les autorités de la Banque avaient adopté une approche keynésienne des taux d'intérêt basée sur le postulat selon lequel le taux d'intérêt joue un rôle déterminant dans les décisions d'investissement : un taux faible les stimule, tandis qu'un taux élevé les décourage. Au cours de cette période, la Banque s'est donc résolument engagée dans une politique de taux d'intérêt faibles et stables, avec toutefois quelques rares réaménagements pour tenir compte de la pression de l'environnement international. Cette politique de taux d'intérêt a été complétée par des mesures sélectives visant à encourager la formation d'une élite d'entrepreneurs nationaux et à promouvoir les secteurs jugés prioritaires par les Pouvoirs publics. C'est ainsi qu'il a été mis en place un taux de faveur, plus faible que le taux du régime commun.

Au total, la Banque disposait au cours de cette période de trois taux d'intérêt : le taux des avances aux trésors nationaux, le taux d'escompte privilégié (TEP) et le taux d'escompte normal (TEN).

A ces trois taux principaux, il convient d'ajouter les taux de pénalité supportés par les banques en infraction et par les trésors nationaux pour la partie des avances dépassant le plafond statutaire.

Entre mai 1974 et octobre 1990, le taux des avances aux trésors n'a été modifié qu'une seule fois en janvier 1988, le taux d'escompte privilégié en moyenne une fois tous les trois ans, le taux d'escompte normal en moyenne une fois tous les deux ans, alors que la hausse interne des prix dans les années 70, ainsi que l'augmentation continue des taux d'intérêt sur les marchés monétaires extérieurs, justifiaient une politique plus dynamique.

Principal instrument de gestion monétaire de la Banque au cours de la période sous revue, les plafonds globaux de réescompte fixaient, pour chaque Etat, le montant maximum des concours à court et à moyen terme que l'Institut d'Emission pouvait consentir aux banques. Ces plafonds faisaient l'objet d'une répartition administrative très détaillée par terme, par nature et par banque.

Cette répartition, très complexe, rendait la gestion des plafonds peu aisée.

Les plafonds globaux étaient déterminés exclusivement à partir du déficit de trésorerie communiqué par les banques et faisaient l'objet de relèvement quasi automatique par les organes de décision de la BEAC (Comités monétaires et Conseil d'Administration).

C'est ainsi qu'ils sont passés, entre juin 1973 et juin 1987, de 59,9 à 443,6 milliards pour le court terme et de 15 à 286,3 milliards pour le moyen terme. En dépit de l'unique baisse opérée en 1988, ces plafonds ont été toujours revus à la hausse et les marges importantes qui se dégagnaient (en moyenne 50%) contrastaient fortement avec les déséquilibres macromonétaires de la fin des années 80.

Le système de réserves obligatoires non rémunéré et mécanisme de réserves libres rémunérées (ou dépôts spéciaux), conformément à l'article 25 de ses statuts, et sur décision du Conseil d'Administration, la Banque peut imposer aux banques et établissements financiers, la constitution de réserves obligatoires déposées auprès d'elle. C'est ainsi qu'au Gabon, lors de l'exécution du plan de stabilisation de 1977-1979, le comité monétaire national avait décidé d'astreindre, à titre de sanction, les banques ayant consenti des crédits au delà des limites qui leur avaient été fixées, à constituer auprès de la Banque Centrale des réserves obligatoires non rémunérées pour un montant égal au dépassement constaté. De même, les banques qui entretenaient des avoirs injustifiés auprès de leurs correspondants extérieurs étaient tenues de constituer des dépôts non rémunérés auprès de l'Institut d'Emission à concurrence du montant de ces avoirs. D'autre part, afin de fixer dans la zone d'émission les disponibilités excédentaires des banques, les autorités monétaires ont adopté un mécanisme de réserves

rémunérées ou dépôts spéciaux, dont peuvent bénéficier les banques qui n'ont pas d'engagements vis-à-vis de la Banque Centrale.

En principe, le taux de rémunération de ces dépôts spéciaux était égal au taux d'escompte normal de la BEAC, diminué d'un quart de point.

Afin de soutenir les secteurs et opérations jugés prioritaires (petites et moyennes entreprises nationales, campagnes agricoles, habitat social, organismes de commercialisation agricoles, etc.), la Banque Centrale pratiquait à une grande échelle la politique sélective du crédit, en utilisant principalement trois instruments : taux d'intérêt et marges bancaires, sélectivité des plafonds de réescompte et limites individuelles.

Telle était la stratégie de politique monétaire de la BEAC entre 1972 et octobre 1990. Elle avait été mise à rude épreuve à partir de 1986, faisant ressortir les défaillances importantes analysées ci après.

Le système d'intervention de la BEAC décrit ci dessus, basé principalement sur les plafonds de réescompte et les taux d'intérêt fixés par le conseil d'administration, a fonctionné sans trop de difficultés de 1972 à 1986 grâce, entre autres, à un environnement international porteur. A partir de 1986, la situation monétaire de la zone d'émission s'est considérablement dégradée, non seulement à cause de l'effondrement des cours mondiaux des produits de base, mais aussi de l'expansion rapide du crédit intérieur pendant les années fastes et des mécanismes de gestion monétaire défaillants. Ainsi, le compte d'opérations, principale composante des avoirs extérieurs, qui totalisait 305,8 milliards au 31 janvier 1986, est devenu débiteur de 58,4 milliards au 30 novembre 1987. Reflétant cette évolution, le taux de couverture extérieure de la monnaie est revenu de 63,7 % à 13,6 %, alors que les statuts imposent un minimum de 20 %. Face à cette crise, la stratégie monétaire de la BEAC s'est avérée limitée et inopérante. En particulier, la politique des taux d'intérêt s'est caractérisée par une trop grande rigidité par rapport à une conjoncture interne et externe très fluctuante.

La politique sélective n'a pas eu les effets escomptés; au contraire, elle a introduit des distorsions dommageables au niveau de l'allocation de ressources et a engendré un gaspillage de ressources monétaires par le secteur public et parapublic, certains entrepreneurs nationaux et les organismes de commercialisation agricole. En effet, l'on a été amené à reconnaître que la technique des plafonds globaux était partielle, rigide et constituait un facteur " bloquant " de la concurrence interbancaire.

Enfin, les réserves obligatoires étaient très mal utilisées, comme un élément de sanction des banques (l'exemple du Gabon en 1978), alors qu'elles sont un instrument de régulation de la liquidité globale de l'économie, particulièrement lorsque les établissements de crédit sont

surliquides et " hors banque ". Devant ces insuffisances, le Gouverneur a été amené à introduire des réformes dès le 16 octobre 1990. Ensuite, lors du conseil d'administration du 20 mars 1991 à Malabo, le " feu vert " fut obtenu pour moderniser et rationaliser la stratégie de politique monétaire de la BEAC, de manière à tenir compte, d'une part, des contraintes nouvelles auxquelles nos économies étaient confrontées et, d'autre part, des pratiques modernes et efficaces de gestion monétaire.

I.2.2- Les stratégies de politique monétaire libéralisée depuis 1990

Tirant les leçons des insuffisances de l'ancien système, le nouveau dispositif mis en place avec l'appui du conseil d'administration, repose sur des mécanismes et des instruments complémentaires qui forment " un tout " cohérent, comme le soulignent d'ailleurs la plupart des observateurs et spécialistes extérieurs. Ces mécanismes et instruments sont moins rigides car fondés sur les principes et les règles du marché, et chaque instrument joue un rôle bien précis.

En effet, le nouveau mécanisme permet désormais d'insérer la politique monétaire dans un cadre macroéconomique prévisionnel, grâce à la programmation monétaire approuvée au Conseil d'Administration de juillet 1991 à N'djaména. De plus, en remplacement des instruments directs et de contrôle administratif ou sélectif de crédit, la BEAC utilise désormais et exclusivement des instruments indirects de politique monétaire, et ceci depuis l'instauration du marché monétaire en juillet 1994. Après ces réformes successives, la stratégie de politique monétaire actuelle est plus complète et se compare aisément avec celles des autres Banques Centrales à travers le monde: le cadre de formulation de la politique monétaire existe (programmation monétaire), l'objectif final est la stabilité monétaire (consacré dans les statuts), deux objectifs intermédiaires ont été retenus (crédits à l'économie et masse monétaire M2) et la BEAC dispose de trois instruments indirects pour ses interventions (politique de refinancement à travers le marché monétaire, taux d'intérêt et réserves obligatoires).

1) Programmation monétaire : Détermination des objectifs monétaires et de crédit

La mise en oeuvre de la programmation monétaire dans la Zone d'Emission s'explique par la nécessité d'éviter la " navigation à vue " en matière de politique monétaire. Elle permet donc de réduire les incertitudes car la politique monétaire est formulée sur la base d'un cadre macroéconomique prévisionnel. Concrètement, le but de la programmation monétaire est

d'établir des prévisions annuelles et trimestrielles des agrégats monétaires et de déterminer les objectifs de refinancement de la BEAC, par pays. Dans cet exercice, la démarche à suivre est dite macroéconomique car elle intègre explicitement les éléments de l'activité économique (PIB), de couverture extérieure minimale de la monnaie (balance des paiements) et de la situation des finances publiques (TOFE). Ainsi, la programmation monétaire permet à l'Institut d'Emission, conseiller financier des Etats, chaque année et à l'avance, d'attirer l'attention des autorités des pays membres sur l'implication monétaire de leurs choix économiques et surtout budgétaires.

Par ailleurs, à l'instar des autres Banques Centrales dans le monde (Federal Reserve Bank, Banque Centrale Européenne,...), la BEAC fixe désormais, en début d'année, les objectifs monétaires et de crédit qu'elle s'efforce d'atteindre : en termes absolus (Objectifs de refinancement) et en termes de fourchettes de croissance pour les deux objectifs intermédiaires retenus (crédits à l'économie et masse monétaire).

2) Objectif final de la nouvelle stratégie de politique monétaire

L'objectif final est la stabilité monétaire, c'est à dire la couverture extérieure de la monnaie et une faible inflation. La programmation monétaire est construite entièrement sur cette base.

La BEAC n'a pas pour autant tourné le dos au développement. En fait, ce qui change est la conception du développement : à l'Institut d'Emission, l'on recherche plutôt un développement sain et solide, ce qui exclut les déséquilibres monétaires.

En effet, l'oeuvre de développement économique relève principalement de trois grands acteurs et chacun d'eux a un rôle bien précis, à savoir : l'infrastructure publique et les fonctions régaliennes (justice, éducation, sécurité et défense, ...) incombent à l'Etat, l'activité productive est du ressort du secteur privé, et il revient à la Banque Centrale de créer un cadre de stabilité monétaire propice à ces activités. Cette répartition des fonctions doit être observée car les expériences économiques et bancaires douloureuses des années 70 et 80 sont dues en partie à la confusion des rôles, l'Etat voulant tout faire y compris la production et la BEAC voulant tout financer et particulièrement le développement.

Nous avons donc tenu à tirer les leçons de ces expériences et ces mêmes leçons ont été également tirées au niveau international, puisque la stabilité monétaire est devenue l'objectif final quasi universel des banques centrales.

3) Objectifs intermédiaires de la nouvelle stratégie

Grâce à la programmation monétaire introduite en 1991, la BEAC procède à l'élaboration des normes de progression des agrégats retenus comme objectifs intermédiaires, c'est à dire les crédits à l'économie et la masse monétaire (M2) dans notre cas. En effet, en agissant sur ces deux agrégats, la BEAC cherche à atteindre ses objectifs finaux qui sont : la couverture extérieure de la monnaie (article 11 de ses statuts) et la stabilité des prix (qui dépend en partie de la masse monétaire).

4) Instruments de la nouvelle politique monétaire

Une fois les objectifs de la politique monétaire arrêtés, l'Institut d'Emission dispose de trois instruments indirects pour conduire ses interventions : la gestion de la liquidité dans le contexte du marché monétaire, le taux d'intérêt et les réserves obligatoires.

Concernant la gestion de la liquidité dans le cadre du marché monétaire, il faut signaler que depuis le 1er juillet 1994, la BEAC procède régulièrement, dans le cadre du marché monétaire, à des injections de liquidités (pour alimenter les établissements de crédit en monnaie centrale) et/ou à des ponctions de liquidités (pour racheter de la monnaie centrale aux banques contre certificats BEAC). Ainsi, l'ancien système de répartition administrative des plafonds globaux par banque a fait place à un mécanisme plus souple et concurrentiel d'allocation de ressources, celui des appels d'offres.

De ce qui est de la nouvelle politique des taux d'intérêt, notons que les toutes premières réformes approuvées par le Conseil le 16 octobre 1990 ont permis, d'une part d'éliminer les insuffisances constatées dans la gestion des taux d'intérêt au cours de la période 1973-1990 et, d'autre part, d'introduire plus de souplesse et de rationalité dans la gestion du loyer de l'argent dans notre sous région. La nouvelle politique des taux d'intérêt, inaugurée en octobre 1990 et complétée en juillet 1994 avec l'instauration du marché monétaire, repose sur :

- La suppression des taux de réescompte et leur hiérarchie sectorielle, au profit des taux d'intérêt du marché monétaire (TIAO et TIPP) dont la différenciation relève des guichets plutôt que des secteurs économiques à favoriser ou non ;
- L'instauration d'un taux d'intérêt interbancaire (TMP) qui est le résultat des libres négociations entre établissements de crédit sur le compartiment interbancaire;
- L'introduction d'une plus grande flexibilité dans le maniement des taux d'intérêt qui sont désormais fixés par le Gouverneur de la Banque en fonction de la conjoncture

internationale, des évolutions du marché monétaire et de la situation économique et financière des Etats membres ;

- Le maintien en permanence d'un différentiel d'intérêt favorable à la Zone par rapport à la place de Paris compte tenu de la liberté de transfert et afin d'atténuer la sortie de capitaux ;
- La libéralisation des conditions de banque, avec un élargissement sensible des marges bancaires qui devra favoriser une régulation par le marché et non plus une détermination administrative des taux de sortie par les Conseils Nationaux du Crédit. Seules deux bornes de sauvegarde sont désormais fixées : un taux débiteur maximum (actuellement 22 %) et un taux créditeur minimum (actuellement 5 %).

Depuis cette réforme, la gestion des taux est devenue plus dynamique et souple : en sept ans (1990-1997), le Gouverneur a modifié 24 fois les taux d'intervention de la BEAC, contre sept aménagements seulement par le Conseil d'Administration en seize ans (1974/1990). Les modifications opérées ont été aussi bien à la hausse (9 fois) qu'à la baisse (15 fois). Par ailleurs, avec l'entrée en vigueur du marché monétaire, la loi de l'offre et de la demande contribue à la détermination des taux d'intérêt du compartiment interbancaire. Le marché monétaire est donc un cadre approprié pour mener une politique des taux encore plus rationnelle et flexible.

Pour ce qui est des réserves obligatoires, conformément à l'article 25 des statuts de 1972, et sur décision du conseil d'administration, la Banque peut imposer aux établissements de crédit, la constitution de réserves obligatoires déposées auprès d'elle. Les nouveaux statuts en attente d'approbation ont reconduit cet instrument. Le recours à cet instrument n'a pas encore été proposé au Conseil. Pour éponger les liquidités excédentaires, le mécanisme d'appels d'offres négatifs en émettant des certificats BEAC a été plutôt utilisé, ce qui permet de réguler la liquidité globale sans gêner le compte d'exploitation des banques, tout en protégeant les avoirs en Compte d'Opérations. En revanche, l'émission des certificats BEAC est une source de charges financières pour la Banque Centrale : c'est le prix à payer pour stabiliser, voire accroître, les disponibilités en Compte d'Opérations. D'ailleurs, il convient de noter qu'il existe à l'heure actuelle un débat au niveau mondial sur la suppression éventuelle des réserves obligatoires comme instrument de politique monétaire. En effet, sous la pression des banquiers primaires qui redoutent cet instrument et qui sont pour cela fortement appuyés par les penseurs libéraux, l'idée nouvelle serait que les banques centrales doivent abandonner cet instrument barbare et se mettre à " l'heure du marché ", c'est à dire se comporter comme tout autre acteur économique et mener la politique monétaire selon les règles du marché. En

d'autres termes, ce que fait la BEAC actuellement, en épongeant la liquidité excédentaire par l'émission des 'titres Banque Centrale', relève de cette nouvelle pensée.

Dans tous les cas, parmi les trois instruments indirects adoptés depuis les réformes de 1990, " la BEAC actionne " constamment les deux premiers et n'utilise les réserves obligatoires qu'en dernier recours dans une situation extrême de forte surliquidité bancaire, ce qui n'est pas le cas présentement.

L'examen des stratégies de politique monétaire sus analysées permet d'évaluer dans la section suivante les effets de la politique monétaire sur l'activité économique en zone CEMAC.

Section 2 : Evaluation en données de panel des effets de la politique monétaire rénovée sur la croissance économique en zone CEMAC

Il s'agit ici de mesurer l'ampleur particulière des effets de la politique monétaire et accessoirement de la politique budgétaire sur l'activité économique des Etats de la zone CEMAC durant la période de libéralisation et post-libéralisation dans cette union monétaire. Pour ce faire, nous présentons dans un premier temps le modèle et son estimation. Puis dans un second temps nous procédons à l'analyse des résultats.

II-1. Le modèle et son estimation

Deux thèses s'affrontent généralement dans la littérature relative à l'efficacité de la politique macroéconomique sur les variables réelles, les thèses keynésienne et monétariste.

L'analyse keynésienne, en remettant en cause les hypothèses de la théorie quantitative de ses prédécesseurs classiques, relatives au plein-emploi et la constance de la vitesse de circulation de la monnaie, fait apparaître des équilibres de sous-emploi, faisant appel à une action de relance budgétaire et/ou monétaire. L'approche monétariste, ayant pour tenant Milton Friedman, soutient qu'à court terme, les variations de la quantité de monnaie peuvent avoir des effets temporaires réels à cause de la rigidité initiale des prix. En outre, la politique budgétaire est inefficace du fait essentiellement de ses risques d'éviction. Cependant, à long terme, sous l'hypothèse de flexibilité des prix et du marché du travail, les variations de la masse monétaire n'ont d'effet que sur le niveau général des prix. La production et l'emploi ne sont pas affectés.

Au-delà de l'aspect théorique, les thèses keynésiennes et monétaristes ont surtout alimenté de nombreuses études empiriques, notamment au sein de la Federal Reserve Bank de St. Louis. En particulier, Andersen et Carlson (1970) ont développé et estimé un modèle, connu sous le

nom de **modèle de St. Louis**, qui exprime la variation de la dépense totale courante en fonction des variations de l'offre de monnaie et des dépenses publiques. Le résultat fondamental qui se dégage est que l'impact de la politique monétaire est plus important, plus rapide et plus prévisible que celui de la politique budgétaire.

En dehors des Etats-Unis, certains auteurs, utilisant pour la plupart l'équation de St. Louis, sont parvenus à des résultats mitigés : Chowdhury (1988), Betten et Hafer (1983).

A l'exception des études telles que celle de Darrat (1984) et Chowdhury (1986), comprenant pour la plupart des pays d'Amérique Latine, et plus récemment celle de Bynoe (1994), portant sur des pays africains, peu de travaux ont concerné les pays en développement. Ces études ont utilisé une version modifiée de l'équation de St. Louis, en intégrant les exportations nominales, pour tenir compte du degré d'ouverture et de la forte dépendance de ces pays du commerce international. Darrat (1984) et Chowdhury (1986) ont trouvé que la politique budgétaire avait des effets plus importants que la politique monétaire dans les pays étudiés. Bynoe (1994) a adopté la version modifiée de l'équation de St. Louis pour tester empiriquement les effets relatifs de la politique monétaire et de la politique budgétaire sur l'activité économique dans cinq pays africains (Ghana, Nigeria, Kenya, Sierra Leone et Tanzanie), en utilisant des données annuelles couvrant pour la plupart la période 1965-1990. Bynoe arrive au résultat d'une prédominance des effets de la politique monétaire dans les pays étudiés.

Koné (2000) reprend le modèle de Bynoe (1994) en lui accordant une dérivation à correction d'erreur pour chaque pays de l'UEMOA sur une période relativement longue, 1962-95. D'une façon générale, les résultats montrent que les politiques monétaire et budgétaire influenceraient positivement le PIB nominal et réel au sein des pays de l'UEMOA. Cependant, leurs effets diffèrent en termes d'ampleur et de temps de réaction ainsi que de l'impact d'un instrument par rapport à l'autre. Par ailleurs, la comparaison statistique des effets nominaux et réels révèle que la politique monétaire au sein de l'Union n'a été inflationniste dans aucun des pays alors que la politique budgétaire l'a été en Côte d'Ivoire à court terme et au Mali à court et à longs termes.

Ondo Ossa (2005) également, s'est intéressé aux effets des politiques macroéconomiques sur la dépense globale en zone CEMAC. En estimant un modèle en données de panel pour la période 1993-2002, dans lequel la croissance économique est supposée dépendre de la masse monétaire, de la pression fiscale et des dépenses publiques (consommation publique), il arrive au résultat que la politique monétaire a des effets expansionnistes contrairement à la politique budgétaire qui tend à déprimer l'activité, validant par conséquent l'hypothèse d'existence

d'effets anti-keynésiens en zone CEMAC. Son modèle peut néanmoins être critiqué du fait qu'il comporte deux variables explicatives fortement corrélées (la dépense publique et la pression fiscale) quand on sait qu'en Afrique subsaharienne, le financement par l'impôt constitue le mode privilégié de financement des dépenses publiques, ce qui rend quelque peu dubitatif quant à la pertinence des résultats provenant d'une telle estimation, notamment les effets récessifs de la politique budgétaire.

Il convient ici de présenter les variables avant de spécifier le modèle économétrique adopté pour la zone CEMAC.

II.1.1. Les variables

Trois types de variables explicatives sont considérés, en termes nominaux et réels : les variables monétaires, budgétaires et extérieures. Dans la plupart des cas, les variables réelles sont obtenues en appliquant aux variables nominales le déflateur du PIB. Les variables monétaires sont extraites des différents Rapports d'activité de la banque centrale (BEAC) et les autres variables sont directement tirées des Tables de la Banque mondiale.

Le choix du type de variable monétaire et budgétaire a été essentiellement guidé par la nature du modèle empirique à estimer. Comme variables monétaires, la masse monétaire au sens strict **M1**, et au sens large **M2**, seront testées séparément pour retenir celle qui donnerait des résultats économétriques satisfaisants. La dépense publique sera approximée par la consommation gouvernementale totale (**CG**).

Une variable extérieure, représentée par les exportations, est incluse pour tenir compte du degré d'ouverture des pays. Par ailleurs, la relation positive entre les exportations et la croissance économique est clairement établie dans la littérature économique⁵. Par conséquent, les variables **EX** et **EXR** représentent respectivement les exportations nominales et réelles.

II.1.2. Le modèle empirique

Le modèle empirique à estimer, pour les pays de la zone CEMAC, s'inspire de la version modifiée du modèle de St. Louis (Bynoe, 1994 ; Koné, 2000) étant donné que celle-ci a fait l'objet de travaux empiriques, notamment pour les pays en développement. Le modèle exprime en termes de variation, le produit intérieur brut (PIB) en fonction de l'offre de

⁵ Voir par exemple Riedel (1988) et Colombatto (1988).

monnaie (M), des dépenses publiques (CG) et des exportations totales (EX). A l'instar de Bynoe (1994), les variables sont exprimées en taux de croissance.

A l'instar de Koné (2000), et contrairement aux autres travaux basés principalement sur une analyse en terme nominal, l'étude adopte une démarche en trois étapes qui consiste à estimer le modèle en utilisant les variables exprimées d'abord en termes nominaux, et ensuite en termes réels. Enfin, les effets réels des politiques macroéconomiques sont statistiquement comparés aux effets nominaux, pour faire ressortir indirectement le rôle de l'inflation dont la maîtrise constitue l'objectif principal de la politique monétaire depuis les années marquant les réformes monétaires en zone CEMAC c'est-à-dire en octobre 1990.

La spécification adoptée est sous la forme linéaire suivante :

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 mi_t + \alpha_2 cg_t + \alpha_3 ex_t + \varepsilon_t$$

Où

- y est le taux de croissance du PIB réel ou nominal
- mi est le taux de croissance de la masse monétaire ($i = 1$ pour $m1$ et $i = 2$ pour $m2$) réelle ou nominale,
- cg est le taux de croissance des dépenses publiques réelles ou nominales,
- ex est le taux de croissance des exportations totales réelles ou nominales.

A la suite de Ondo Ossa (2005), nous spécifions aussi un modèle en panel en ce qui concerne la zone CEMAC. Le modèle général s'écrit respectivement en termes nominal et réel sous la forme suivante :

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 mi_{it} + \alpha_2 cg_{it} + \alpha_3 ex_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$yr_{it} = \beta_0 + \beta_1 mri_{it} + \beta_2 cgr_{it} + \beta_3 exr_{it} + e'_{it} \quad (1R)$$

$$i = 1, \dots, n \quad ; \quad t = 1, \dots, T.$$

$$\text{avec } e_{it} = k_i + v_{it} \text{ et } E(k_i, v_{it}) = 0 .$$

$$e'_{it} = k'_i + v'_{it} \text{ et } E(k'_i, v'_{it}) = 0$$

Le résidu de chaque modèle comprend un terme d'effet spécifique k_i , caractéristique d'un pays quelconque. Ce terme est aléatoire et reflète la perturbation propre à chaque pays dans la croissance économique.

En somme, la démarche empirique consistera à :

- vérifier si les coefficients, $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ d'une part, et les coefficients $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ d'autre part, sont positifs et significatifs ;

- comparer les élasticités de la variation du PIB nominal et du PIB réel par rapport aux variables monétaire et budgétaire ainsi que des exportations, et faire ressortir les différences d'effets ;
- comparer et tester statistiquement les différences entre les effets nominaux et les effets réels, au niveau des coefficients nominaux et réels pris individuellement. Concernant ce dernier point et en prenant les équations de la variation du PIB nominal comme référence, il s'agira, plus particulièrement, de tester l'hypothèse $\alpha_1 = \beta_1$.

S'agissant des tests individuels, on pourra conclure, en cas de non-rejet de l'hypothèse, que les effets de la politique monétaire rénovée sur la variation du PIB nominal et du PIB réel sont identiques. En cas de rejet de l'hypothèse, les effets réels sont supérieurs ou inférieurs aux effets nominaux. Dans le premier cas, il s'agirait d'un effet de croissance réelle avec une stabilité des prix alors que le second cas concernerait un effet potentiellement inflationniste.

II.2 – Analyse des résultats

II.2.1. Présentation et conditions de validité des résultats

La recherche du modèle qui ajuste le mieux les données conduit à adopter une procédure en plusieurs étapes. Puisqu'on a recours à l'économétrie de panel, on part du modèle global pour choisir en définitive un modèle à effets aléatoires pour le cas nominal et un modèle à effets fixes pour le cas réel, grâce aux tests de Hausman effectués à chaque fois. Les résultats obtenus sont globalement satisfaisants (statistique de Durbin-Watson, statistique et probabilité de Fisher) en dehors d'un R^2 généralement faible. La faiblesse du R^2 est parfaitement compréhensible. D'une part elle traduit le fait que la modélisation de la croissance opérée dans le cadre de cette étude reste incomplète du fait qu'elle n'a pas pris en compte tous les déterminants traditionnels de la croissance (le capital humain, le capital physique, termes de l'échange,...). D'autre part, ce coefficient correspond à ce que l'on trouve d'habitude pour les équations de taux de croissance en Afrique (Azam, 1996).

Il convient de préciser que des corrections ont été apportées par autocorrélation d'ordre 1, ce qui a permis de relever la valeur du R^2 et d'abaisser celle de la statistique de Durbin-Watson des différents modèles. Par ailleurs, le cas d'hétéroscédasticité peut être exclu étant donné que toutes les estimations ont été faites, en effectuant une correction d'hétéroscédasticité de White.

II.2.2. Analyse des effets de la politique monétaire sur la croissance en zone CEMAC

1) Analyse en termes nominaux

Les régressions effectuées donnent les résultats ci-après :

Tableau n° 1: Equation d'équilibre du PIB nominal en zone CEMAC

| Masse monétaire M1* | | | | |
|----------------------------|-------------|------------|-------------|---------------|
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| C | 0.018862 | 0.005214 | 3.617941 | 0.0006 |
| <i>m1</i> | 0.442937 | 0.073041 | 6.064253 | 0.0000 |
| <i>cg</i> | 0.172909 | 0.063533 | 2.721581 | 0.0085 |
| <i>ex</i> | 0.143397 | 0.053471 | 2.681763 | 0.0094 |
| GLS Transformed Regression | | | | |
| R-squared | 0.424683 | | | |
| Adjusted R-squared | 0.396389 | | | |
| N | 65 | | | |
| Durbin-Watson stat | 1.922345 | | | |

(*) Les effets des politiques sont généralement plus renforcés avec l'utilisation de M1 comme variable monétaire par rapport à M2. C'est pourquoi seuls les résultats de l'estimation avec M1 ont été présentés ici.

Source : Estimations réalisées par l'auteur.

Il ressort de cette estimation que tous nos coefficients ont les signes attendus et significatifs et conformément à ceux des études passées (Koné, 2000). La politique monétaire, la politique budgétaire et les exportations agissent dans le sens d'une expansion du produit nominal. Cependant, l'effet de la politique monétaire domine largement ceux des autres politiques. Si l'on s'en tient uniquement aux effets nominaux de nos variables, précisément la politique monétaire, on peut conclure que cette dernière exerce un impact positif et significatif sur la croissance en zone CEMAC depuis les réformes entreprises dans le sens de sa libéralisation.

2) Analyse en termes réels

Les régressions effectuées donnent les résultats ci-après :

Tableau n° 2 : Equation d'équilibre du PIB réel en zone CEMAC.

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|------------|-------------|---------------|
| <i>mr1</i> * | 0.119011 | 0.054206 | 2.195546 | 0.0327 |
| <i>cgr</i> | 0.064000 | 0.027278 | 2.346195 | 0.0229 |
| <i>exr</i> | -0.005908 | 0.029597 | -0.199600 | 0.8426 |
| AR(1) | -0.125447 | 0.153830 | -0.815490 | 0.4186 |
| Fixed Effects | | | | |
| _CAF--C | 0.009694 | | | |
| _CMR--C | 0.023262 | | | |
| _CO--C | 0.018908 | | | |
| _GAB--C | 0.018423 | | | |
| _TCD--C | 0.029294 | | | |
| R-squared | 0.251577 | | | |
| Adjusted R-squared | 0.134178 | | | |
| F-Statistic | 2.142915 | | | |
| Prob | 0.048248 | | | |
| Durbin-Watson stat | 2.103203 | | | |
| N | 60 | | | |

(*) Une fois de plus, c'est avec la variable M1 que nous obtenons de meilleures estimations.

Source : Estimations réalisées par l'auteur.

Seules deux variables sont statistiquement significatives. Il s'agit des variables de politique monétaire et de politique budgétaire, qui par ailleurs, présentent les signes attendus. Les exportations réelles quant à elles n'ont aucun effet significatif sur la croissance réelle, pourtant elles l'avaient sur le PIB nominal.

Une fois de plus, l'effet de la politique monétaire domine largement celui de la politique budgétaire. Les effets fixes semblent indiquer la présence de spécificités propres à chaque pays dans l'explication de la croissance, cependant, la République centrafricaine présente un effet fixe très proche de zéro.

Dans l'ensemble, on constate que la politique monétaire a généralement des effets (nominaux et réels) plus importants que la politique budgétaire depuis 1990 en zone CEMAC. En outre, les effets nominaux de ces deux politiques prédominent sur leurs effets réels. Etant donné que c'est l'impact de la politique monétaire rénovée qui nous intéresse spécifiquement, on peut dès lors se demander si la politique monétaire n'a pas alimenté **paradoxalement** une dynamique inflationniste et faillie ainsi à sa mission fondamentale héritée des réformes de 1990.

3) Comparaison des effets réels et nominaux de la politique monétaire en zone CEMAC depuis la libéralisation des années 1990

L'objet de la présente sous section est de comparer et de tester statistiquement les différences entre les effets nominaux et les effets réels de la politique monétaire, pour faire ressortir indirectement le phénomène de l'inflation dont la maîtrise constitue un objectif principal de la politique macroéconomique dans l'Union monétaire d'Afrique centrale.

La comparaison est faite en considérant individuellement les coefficients nominaux et réels de la variable masse monétaire dans l'équation d'équilibre du PIB nominal et réel. Le test utilisé à cet effet est un test de restrictions qui s'inspire de la procédure de Wald.

Plus spécifiquement, l'hypothèse suivante a été testée : $H_0 : \hat{\beta}_1 = \hat{\alpha}_1$ contre $H_1 : \hat{\beta}_1 \neq \hat{\alpha}_1$.

Les résultats sont les suivants :

Tableau n° 3 : Comparaison des effets réels et nominaux de la politique monétaire en zone CEMAC depuis la libéralisation des années 1990

| Test de restriction sur le coefficient $\hat{\beta}_1$, $H_0 : \hat{\beta}_1 = \hat{\alpha}_1$ contre $H_1 : \hat{\beta}_1 \neq \hat{\alpha}_1$. | | | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|---------|-------------|
| Test Statistic | Value | df | Probability |
| F-statistic | 35.71120 | (1, 56) | 0.0000 |
| Chi-square | 35.71120 | 1 | 0.0000 |

Source : Calculs de l'auteur.

Les probabilités statistiques indiquent le rejet de l'hypothèse nulle d'égalité des coefficients. Ainsi, le coefficient $\hat{\beta}_1$ est statistiquement différent de $\hat{\alpha}_1$. En outre, il lui est inférieur, ce qui traduit le fait que la politique monétaire ait contribué à alimenter une croissance inflationniste. Plus simplement, la politique monétaire a contribué plus à générer une dynamique inflationniste qu'une dynamique d'expansion soutenue du produit en volume.

Partant de là, c'est l'impact de tout le nouveau dispositif de gestion et de régulation monétaire définie dès le début des années 1990 en zone CEMAC qui pourrait être remis en cause. Contrairement à Koné (2000) qui aboutit à la conclusion que la politique monétaire a globalement contribué à la croissance réelle dans l'ensemble des pays de l'UEMOA (inversement à la politique budgétaire), nous arrivons, en ce qui concerne la zone CEMAC, au résultat que la politique monétaire a été plus inflationniste que la politique budgétaire sur la période post-libéralisation financière. C'est donc l'efficacité des réformes monétaires qui est remise en cause dans le cadre de notre étude.

En effet, un autre résultat de notre étude est que l'utilisation de M1 comme variable monétaire conduit globalement à des résultats économétriques (des effets des politiques monétaire et

budgétaire sur l'activité économique) plus robustes que ceux obtenus avec M2. Ce constat remet en cause la pertinence de M2 comme indicateur de suivi de la politique monétaire dans la zone CEMAC.

Conclusion

Dans la plupart des pays d'Afrique subsaharienne, le secteur bancaire était caractérisé jusqu'à la fin des années 80 par une forte intervention de l'État. Celle-ci se manifestait au niveau de la structure des banques, de la définition de la politique monétaire, et du fonctionnement des Banques centrales. Elle a empêché le secteur financier de jouer un rôle efficace au sein du processus de développement économique. En conséquence, la profondeur financière des pays de la zone a diminué ou est restée très faible et les banques ont accumulé les créances douteuses. Dans le cadre des plans d'ajustement structurel mis en place avec les bailleurs de fonds, des réformes monétaires et financières ont eu lieu en octobre 1990 en zone CEMAC. Elles ont consisté en l'application d'une nouvelle politique monétaire (régulation indirecte de la liquidité bancaire), en la restructuration des secteurs bancaires et en l'instauration de nouvelles règles prudentielles.

L'objectif que s'est fixé cette étude est d'évaluer l'impact des réformes monétaires sur la croissance économique. Nous voulons par cet objectif vérifier l'hypothèse selon laquelle la politique monétaire accroît le niveau de l'activité réelle.

En Union Monétaire d'Afrique Centrale (UMAC), la politique monétaire que formule et met en œuvre la Banque Centrale doit avoir pour objectif ultime la stabilité des prix comme moyen critique devant contribuer sensiblement à atteindre les autres objectifs de la politique économique et sociale. Par la stabilité de la monnaie, la politique monétaire doit contribuer à assurer la cohésion sociale d'une part, et participe à la croissance économique, à la création d'emplois et donc à la réduction du chômage ou de la pauvreté. Le nouveau dispositif de gestion monétaire de l'UMAC se fonde sur un recours accru aux mécanismes de marché, privilégiant ainsi les méthodes de régulation indirecte de la liquidité. La politique monétaire de la BEAC repose sur : l'utilisation de taux d'intérêt directs propres à l'institut d'émission, le marché monétaire et la libéralisation des conditions de banque. Le taux d'intérêt directeur joue ainsi un rôle primordial et devient l'instrument privilégié de la politique monétaire. L'évaluation de l'impact de la politique monétaire de la BEAC sur la croissance entre 1990-2003, période pendant et après la mise en place du nouveau dispositif de gestion monétaire de l'UMAC (octobre 1990) montre par les régressions en données de

panel que la politique monétaire a contribué plus à générer une dynamique inflationniste qu'une dynamique d'expansion soutenue du PIB en volume. C'est donc l'efficacité des réformes monétaires qui est remise en cause dans le cadre de notre étude.

Références Bibliographiques

- AGHION P. et HOWITT. (1998), *Endogenous Growth Theory*, M.I.T Press: Cambridge Massachussets.
- AIZENMAN J. et R. FLOOD (1992), « A theory of optimal currency areas: revised », *document de travail n°92: 39, Fonds Monétaire International*.
- AZAM J.P. (1996), « Risque politique et croissance en Afrique », *Revue Economique*, n° 47, 3, pp. 819-829.
- BABISSAKANA, (2001), « Politique monétaire de la BEAC : Taux directeurs artificiellement élevés pour quelle finalité ? » in *les débats économiques du Cameroun et d'Afrique*, Prescriptor, la firme de l'Intelligence pour l'investissement en Afrique.
- BANQUE MONDIALE (2005), *World Development Indicators*.
- BEAC (2002), *Etudes et Statistiques*, n° 278, décembre.
- BETTEN, S. D. et R. W. HAFER (1983), «The Relative Impact of Monetary and Fiscal Actions on Economic Activity: A Cross-Country Comparison». *Federal Reserve Bank of St-Louis Review* 65, January.
- BEKAERT G, HARVEY C.R et C. LUNDBLAD (2001), « Does financial liberalization spur growth? », *NBER Working paper series /WPS 8245*, p.66.
- BETTEN, S. D. et R. W. HAFER (1983), «The Relative Impact of Monetary and Fiscal Actions on Economic Activity: A Cross-Country Comparison». *Federal Reserve Bank of St-Louis Review* 65, January.
- BYNOE, J. A. (1994), «Monetary and Fiscal Influences on Economic Activity in African Countries». *African Review of Money, Finance and Banking*, 1 / 2.
- SIDRAUSKI, M. (1967), «Rational choice and patterners of growth a Monetary Economy», *American Economic Review*, 54, May, pp.534-544.
- DARRAT, F. A. (1984), «The Dominant Influence of Fiscal Actions in Developing Countries», *Eastern Economic Journal* X, July-September.
- DE GRAUWE P. (1997), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, 3° edition.
- EBOUE C. (2004), *La réflexion économique et financière contemporaine des banques centrales*, BCEAO.

- FRANKEL J. et ROMER D, (1999), « Does Trade Cause Growth », *American Economic Review*, vol.89. pp.379-399.
- FRIEDMAN M., (1968), « The role of Monetary policy », *American Economic Review*, vol.58 n°1 mars pp.1-17
- KONE S. (2000), "L'impact des politiques monétaire et budgétaire sur la croissance économique dans les pays de l'UEMOA", *Note d'Informations et Statistiques de la BCEAO*, (509), décembre.
- KRUGMAN P., (1993), "Lessons of Massachussets for European Monetary Union", in TORRES F. and Giavazzi F. (1993, editors) *Adjustement and Growth in European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- MADJI A., (1997), "Le point sur la restructuration bancaire en zone Afrique", *Bulletin COBAC*, n° 2.
- MANKIW G., ROMER D. et WEIL (1992), « A contribution to the empirics of economic growth », *Quarterly Journal of Economics*, vol. CVII, n°2, Mai, pp. 407-437.
- MISHKIN F. (1996), « Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n°24, Mars 1996, pp.91-105.
- OKAH-ATENGA X.-E. (2005), *Les institutions financières de la zone CEMAC*, Presses Universitaires de Yaoundé.
- ONDO OSSA A. (2005), « Effets anti-keynésiens et Ajustement (le cas de la zone CEMAC) », *Economie et Gestion*, n° Spécial.
- PATRICK H.T. (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, n°2, p. 174-189.
- PIGER J., (2003), « Pushing On A String », *Monetary Trends*, Federal Reserve of St Louis, march, p.1.
- POOLE W., (2002), « Financial Stability », *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, sept-oct, vol.64 n°5., pp1-7.
- RIEDEL, J. (1988), «Trade as the Engine of Growth: Theory and Evidence», in Greenaway, D. (ed.), *Economic Development and International Trade*. London: MacMillan.
- ROBINSON J. (1952), *The rate of interest and other essays*. London, MacMillan.
- ROE A. et N. SOWA (1997), « From Direct to Indirect Monetary Control in Sub-Saharan Africa », *Journal of African Economies*, vol. 6 n°1 (AERC supplement), pp.212-264.
- ROSE A. (2000), "One Money, One Market: the Effects of Common Currencies on Trade", *Economy Policy* vol.30 pp.9-45.

SAINT-MARC M. (1972), « La monétarisation, condition de la croissance en Afrique Occidentale », in Tremblay R., *Afrique et intégration monétaire*, HRW, Montréal, Toronto, 1972, pp. 109-130.

SAVVIDES A. (1995), « Economic Growth in Africa », *World development*, vol 23, n°3, pp. 449- 458.

THORNTON D. (2003), “How effective is Monetary Policy?”, *Monetary Trends*, January P.1.

VICKERS J. (2000), “Monetary Union and Growth”, *150th Anniversary Conference of the National Bank of Belgium ; Working paper n°10*, may, pp.45.