



BCEAO

BANQUE CENTRALE DES ETATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

**QUATRIEME COLLOQUE BCEAO -
UNIVERSITES - CENTRES DE RECHERCHE**

**POLITIQUE MONETAIRE ET STABILITE DES PRIX
DANS L'UEMOA : CONTRAINTES ET DEFIS**

VOLUME II - INTERVENTIONS ORALES

Août 2008



BCEAO

BANQUE CENTRALE DES ETATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

**QUATRIEME COLLOQUE BCEAO -
UNIVERSITES - CENTRES DE RECHERCHE**

**POLITIQUE MONETAIRE ET STABILITE DES PRIX
DANS L'UEMOA : CONTRAINTES ET DEFIS**

VOLUME II - INTERVENTIONS ORALES

Août 2008

ISBN 9782916140100

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	5
CEREMONIE D'OUVERTURE	9
SESSION INTRODUCTIVE : POURQUOI ET COMMENT LES BANQUES CENTRALES POURSUIVENT-ELLES UN OBJECTIF DE STABILITE DES PRIX ?	15
SOUS-THEME 1	
REFLEXIONS ET ANALYSES SUR LE CADRE OPERATIONNEL DE LA POLITIQUE MONETAIRE	43
CIBLAGE D'INFLATION ET DEFINITION D'OBJECTIFS INTERMEDIAIRES : QUELS CRITERES DE CHOIX POUR LES ECONOMIES EN DEVELOPPEMENT ?	45
LES LEÇONS DES EXPERIENCES DE CIBLAGE D'INFLATION DANS LES PAYS EN DEVELOPPEMENT	65
QUELLES REGLES DE TRANSPARENCE POUR LA CREDIBILITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE	85
SOUS-THEME 2	
CONTRAINTES STRUCTURELLES ET EFFICACITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE	109
APPROFONDISSEMENT FINANCIER ET EFFICACITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE	111
CHOC ASYMETRIQUES EN UNION MONETAIRE : QUELLES IMPLICATIONS POUR LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE ?	139
UNION MONETAIRE ET STABILITE DES PRIX : LE ROLE DU POLICY-MIX	163
PANEL DE CLOTURE : QUELLES OPTIONS STRATEGIQUES POUR UNE POLITIQUE MONETAIRE EFFICACE DANS L'UEMOA	183
CEREMONIE DE CLOTURE	201

AVANT-PROPOS

Les travaux du quatrième Colloque scientifique de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) se sont déroulés les 16 et 17 juin 2008 à Dakar. Cette rencontre a réuni, une fois de plus, d'éminentes personnalités du milieu académique et de la recherche, ainsi que des représentants d'institutions financières internationales.

Le thème de cette édition, intitulé « Politique monétaire et stabilité des prix dans l'UEMOA : contraintes et défis », est en adéquation avec l'émergence d'un contexte institutionnel nouveau pour la Banque Centrale et un environnement international caractérisé par de nombreuses incertitudes. Il s'agit, au niveau de l'Union, de l'entrée en vigueur imminente d'une réforme institutionnelle majeure, qui assigne à la politique monétaire un objectif explicite de stabilité des prix et renforce l'indépendance des organes de la Banque Centrale. Sur le plan international, la résurgence des tensions inflationnistes liées à la hausse des prix des matières premières et des produits alimentaires, ainsi que les craintes de récession résultant des conséquences de la crise financière déclenchée aux Etats-Unis ont profondément affecté l'actualité des banques centrales.

Le Colloque a permis de passer en revue les préoccupations actuelles des banques centrales modernes en les organisant autour de deux (2) sous-thèmes intitulés respectivement : « Réflexions et analyses sur le cadre opérationnel de la politique monétaire » et « Contraintes structurelles et efficacité de la politique monétaire ».

En prélude à l'examen de ces deux sous-thèmes, la conférence inaugurale a été l'occasion de mener des réflexions globales sur les enjeux et les modalités pratiques de la maîtrise de l'inflation.

Dans le cadre du premier sous-thème, l'arbitrage entre la définition d'objectifs intermédiaires au sens traditionnel et l'adoption d'un cadre explicite de ciblage d'inflation a été largement évoqué. Au titre de l'analyse des contraintes structurelles qui affectent l'efficacité de la politique monétaire, les enjeux liés à la réforme du secteur financier ont été soulignés. Les participants ont également mis l'accent sur les spécificités des unions monétaires et leurs implications pour la conduite de la politique monétaire.

Ces Actes du quatrième Colloque scientifique de la BCEAO, qui sont publiés en deux volumes, recèlent des éclairages précieux sur les différentes problématiques que recouvre le thème général de la stabilité des prix. Le premier volume reprend les communications présentées. Le second restitue les discussions entre les participants.

CEREMONIE D'OUVERTURE

Ismaila DEM

Monsieur le Gouverneur,

Messieurs les Vice-Gouverneurs,

Monsieur le Secrétaire Général de la BCEAO,

Mesdames et Messieurs les représentants des institutions et organisations financières internationales,

Mesdames et Messieurs les Professeurs,

Mesdames et Messieurs les Directeurs,

Honorables invités,

Mesdames et Messieurs,

Je voudrais, avec votre permission Monsieur le Gouverneur, souhaiter la bienvenue à nos honorables invités, professeurs d'universités, chercheurs, représentants de banques centrales et d'institutions financières internationales, qui nous font l'amitié de participer aujourd'hui à ce Quatrième Colloque BCEAO - Universités et Centres de Recherche dont le thème est : « Politique monétaire et stabilité des prix dans l'UEMOA : Contraintes et défis ».

Le programme de ce Quatrième Colloque qui se déroulera sur deux jours est le suivant :

D'abord, nous procéderons à la cérémonie d'ouverture qui sera marquée par votre allocution, Monsieur le Gouverneur. Après votre allocution, nous marquerons une courte pause qui permettra aux représentants de la presse de se retirer. Après la pause, nos travaux débuteront immédiatement par la conférence inaugurale portant sur le thème : « Pourquoi et comment les banques centrales poursuivent-elles un objectif de stabilité des prix ? »

Six autres communications sont attendues au cours de ce Colloque. Les trois premières porteront sur le sous-thème 1 intitulé : « Réflexions et analyses sur le cadre opérationnel de la politique monétaire ». Elles seront présentées au cours de cette première journée. Les trois communications du sous-thème 2 intitulé : « Contraintes structurelles et efficacité de la politique monétaire » seront présentées et discutées au cours de la journée de demain. Enfin, un panel de clôture, portant sur le thème « Quelles options stratégiques pour une politique monétaire efficace dans l'UMOA », mettra fin à nos travaux.

Monsieur le Gouverneur, je voudrais à présent, avec votre permission, vous inviter à nous délivrer votre message.

Je vous remercie.

Philippe-Henri DACOURY-TABLEY

Merci Monsieur DEM.

Honorables Invités,

Mesdames et Messieurs,

Je voudrais tout d'abord, au nom de tous mes collaborateurs et au nom de la Banque Centrale, vous souhaiter la bienvenue à Dakar, au Siège de la BCEAO, à l'occasion de ce Quatrième Colloque BCEAO - Universités et Centres de Recherche.

Je vous remercie d'avoir bien voulu honorer de votre présence ce Colloque et partager avec nous votre expertise et votre riche expérience sur les questions monétaires et financières.

Cette rencontre intervient cinq mois seulement après ma nomination au poste de Gouverneur de la BCEAO.

J'ai tenu à l'organisation de ce Colloque parce qu'il offre l'opportunité, à nous banquiers centraux d'échanger, avec les chercheurs des universités et des centres de recherche et de tirer profit des résultats de leurs réflexions.

Vous comprenez donc, que j'accorde une importance particulière à ce Colloque qui commence à être une tradition que je prends l'engagement de poursuivre, tout au moins sous mon mandat.

Mesdames et Messieurs,

Le Colloque de cette année a pour thème « Politique monétaire et stabilité des prix dans l'UEMOA : Contraintes et défis ».

Comme vous le savez, le principe selon lequel toute politique monétaire doit avoir pour objectif principal un taux d'inflation faible et stable ne soulève plus les polémiques qu'il suscitait il y a peu de temps encore. Ainsi, la BCEAO, à l'instar de la plupart des banques centrales modernes, a adopté la stabilité des prix comme son principal objectif.

Certaines personnes m'interrogent souvent, et à juste titre d'ailleurs, en me disant qu'en est-il de la stabilité des prix dans l'Union Monétaire Ouest Africaine ? Je leur réponds automatiquement : qu'en est-il de la stabilité des prix au plan international ?

Parce que le contexte de la BCEAO ne peut être découplé de la situation qui prévaut au plan international, situation marquée par la résurgence des tensions inflationnistes et les incertitudes sur la croissance économique.

Cette situation contraste fortement avec celle ayant prévalu jusqu'au début de l'année 2006, caractérisée par un taux d'inflation relativement faible dans la plupart des pays, au point que certains ont pu parler de la « mort de l'inflation ».

La forte hausse des prix observée depuis quelques mois, est venue rappeler à tous les banquiers centraux de ne pas désarmer dans leur lutte pour assurer la stabilité des prix.

La question principale est alors de savoir comment les banques centrales doivent s'y prendre pour réaliser l'objectif de taux d'inflation faible et stable ?

Les échanges sur les sous-thèmes inscrits à l'ordre du jour devraient nous permettre d'esquisser des réponses à cette question.

En particulier, nous devons approfondir nos discussions sur les points ci-après :

- D'abord le concept de stabilité des prix :

- Comment le définir ?
- Faut-il parler d'inflation modérée ou de stabilité des prix ?
- Comment quantifier la stabilité des prix ?
- La poursuite de l'objectif unique de stabilité des prix est-elle toujours recevable ?
- Quel est le ratio de sacrifice, ou le coût en terme de production, d'une politique de réduction de l'inflation dans les pays en développement ?

- Ensuite comment assurer la stabilité des prix ? En d'autres termes :

- Quel doit être le cadre opérationnel de la politique monétaire ?
- Quel est l'impact de la crédibilité des Autorités monétaires sur l'inflation ?
- Le ciblage de l'inflation peut-il servir de cadre à la politique monétaire des pays en développement ?

Enfin, la troisième série de questions que nous devons examiner portera sur les contraintes structurelles à l'efficacité de la politique monétaire.

Il s'agit en particulier du degré d'approfondissement du système financier, de son mode de régulation, mais aussi de la cohérence globale des politiques macroéconomiques et structurelles.

Mesdames et Messieurs,

Permettez-moi d'indiquer que ce Colloque précède de quelques mois seulement l'entrée en vigueur de la Réforme Institutionnelle de l'UMOA et de la BCEAO.

Celle-ci assigne à la politique monétaire de la BCEAO l'objectif explicite de stabilité des prix et renforce l'indépendance de la Banque Centrale.

Nous nous efforçons de faire connaître à la population de l'Union, l'importance de la stabilité des prix pour la Banque Centrale et ses avantages pour l'économie dans son ensemble.

Il est important que la population soit informée pour qu'elle puisse mieux apprécier l'action de la Banque Centrale.

Au regard de la conjoncture actuelle, caractérisée par la hausse continue des prix des biens alimentaires et des produits pétroliers importés, la Banque Centrale est de plus en plus interpellée.

Elle se doit d'apporter sa contribution pour contenir cette évolution défavorable des prix.

C'est dire que de nombreux défis nous attendent pour consolider notre crédibilité et notre réputation.

La BCEAO attend donc beaucoup de ce Colloque qui se tient à un moment crucial de son évolution.

Nos débats devront prendre en compte le contexte spécifique de la Zone UMOA qui est une Union monétaire, composée de pays dont certains sont à revenu faible et d'autres à revenu intermédiaire, avec une convergence économique non encore parfaite.

Je voudrais, pour terminer, réitérer mes remerciements à vous tous qui êtes venus de loin pour participer à ce Colloque. Je vous souhaite un bon séjour dans cette charmante et accueillante ville de Dakar. Je souhaite que l'intensité de vos travaux vous donne la possibilité d'en goûter les délices nocturnes ou diurnes.

Sur ces mots, je déclare ouvert le Quatrième Colloque BCEAO - Universités et Centres de Recherche.

Je vous remercie.

Ismâïla DEM

Maintenant, nous allons marquer une courte pause de quelques minutes pour permettre aux représentants de la presse de se retirer et pour préparer le présidium de notre conférence inaugurale. Je vous remercie.

SESSION INTRODUCTIVE

POURQUOI ET COMMENT LES BANQUES CENTRALES POURSUIVENT-ELLES UN OBJECTIF DE STABILITE DES PRIX ?

Ismaila DEM

Mesdames et Messieurs, la conférence inaugurale de ce Quatrième Colloque BCEAO, Universités et Centres de Recherche sera prononcée par le Professeur Jean-Paul POLLIN de l'Université d'Orléans. Sa présentation sera commentée par le Professeur Fulbert Géro AMOUSSOUGA de l'Université d'Abomey-Calavi, au Bénin et le Professeur Edward BUFFIE, de l'Université d'Indiana, aux Etats-Unis. Cette session introductive est présidée par Monsieur Jean-Pierre PATAT, Directeur Général Honoraire de la Banque de France. J'invite donc le Président de séance, le Présentateur et les Commentateurs à s'installer au présidium.

Je vous remercie.

Jean-Pierre PATAT

Président de Séance

Monsieur le Gouverneur, Mesdames et Messieurs, nous allons commencer nos travaux par la séance inaugurale qui porte sur le sujet suivant : « Pourquoi et comment les banques centrales poursuivent-elles un objectif de stabilité des prix ? » L'intervenant est le Professeur Jean-Paul POLLIN, de l'Université d'Orléans.

Jean-Paul, tu as une demi-heure pour ta communication. Je te donne la parole.

Jean-Paul POLLIN

Merci Monsieur le Président.

Monsieur le Gouverneur, je voudrais tout d'abord vous remercier, vous ainsi que tous les organisateurs de ce Colloque, pour votre invitation qui me fait plaisir et qui m'honore. Je voudrais dire, en particulier, que je suis très honoré d'avoir la possibilité d'intervenir dans cette séance introductive, de surcroît sur un thème qui m'intéresse et sur lequel j'ai travaillé au cours de ces dernières années, notamment dans le cadre des pays industrialisés.

Je trouve que ce thème est particulièrement intéressant pour deux raisons. D'abord parce qu'il se trouve qu'il y a eu des progrès importants qui ont été faits, au cours de ces dernières années, dans le domaine de la théorie de la politique monétaire, en particulier sur ces questions de règles monétaires. Ensuite, parce que, comme vous le notiez Monsieur le Gouverneur, l'inflation est de retour, en tout cas elle semble de retour, eu égard à l'évolution récente des prix des matières premières et des produits alimentaires, un peu partout dans le monde.

Pourtant, durant ces dernières années, une thèse selon laquelle la globalisation allait faire disparaître l'inflation s'était développée. Je n'ai jamais bien compris les arguments qui justifiaient cette idée. En tout cas, ce que j'en ai compris ne m'a absolument pas convaincu. Aujourd'hui, le constat qui s'impose est que cette thèse était au moins en partie fautive, puisqu'il semble bien que la globalisation n'empêche pas le retour de l'inflation. D'ailleurs, on peut même se demander si d'une certaine façon elle n'en est pas un des facteurs. Probablement, on a confondu dans le passé, et peut-être aujourd'hui encore, l'évolution des prix relatifs et l'évolution du niveau général des prix. Les deux ne sont sans doute pas sans rapport, mais il est évidemment dangereux de les confondre.

Je vais tenter de répondre aux deux questions, d'ailleurs très vastes, qui m'ont été posées en me bornant à recenser les travaux qui ont été effectués sur ces questions au cours de ces dernières années. Seulement, puisque ce sont des questions qui vont être développées plus en détails dans les différentes sessions de ce Colloque, je vais tout juste me contenter de les mettre en perspective. Pour cela, je vais dans un premier temps rappeler les objectifs de la maîtrise de l'inflation. Pourquoi, est-elle une fonction importante ? Pourquoi la stabilité des prix est essentielle à la stabilité des économies ? Ces questions nous amèneront à voir s'il existe ou pas, un niveau optimal d'inflation et, surtout, que la façon d'analyser la définition de l'inflation n'est pas triviale. Ensuite, je passerai en revue différentes stratégies adoptées pour atteindre cet objectif de maîtrise de l'inflation.

D'abord, quels sont les coûts de l'inflation ? Pourquoi la majorité des économistes, mais aussi des praticiens, s'entendent pour considérer que l'inflation constitue un déséquilibre dangereux pour l'économie ?

Il est clair que si l'inflation était simplement ce mal que l'on nous décrit, elle aurait été éradiquée depuis un certain temps. Le problème est que la lutte contre l'inflation comporte un coût. Il s'y ajoute que l'inflation peut être, dans certains cas et dans une certaine mesure, un facteur de régulation.

Je disais tantôt que les économistes s'entendent à considérer que l'inflation est un déséquilibre dangereux. Je dois ajouter que lorsqu'on leur demande de préciser les arguments qui fondent leur position, ceux qu'ils avancent sont, à mon avis, pauvres. Quels sont-ils ? Je les passe très vite en revue, car si je devais les développer tous, je dépasserais largement la contrainte horaire qui m'a été allouée.

D'abord, on nous parle d'une taxation des encaisses qui entraîne leur sous-optimisation. Je ne suis pas persuadé que ceci constitue un coût très important. Certes, l'hyper-inflation peut effectivement s'avérer très dramatique pour l'économie, mais lorsque l'inflation reste à des niveaux raisonnables, ce coût me paraît relativement faible. Au demeurant, il faut noter que dans un certain nombre de pays, ces encaisses sont désormais rémunérées. Il faut ajouter que cette taxe inflationniste n'a pas forcément un caractère plus distorsif que les impôts que l'on doit lever par ailleurs.

Comme deuxième argument, on nous dit que l'inflation entraîne un brouillage des signaux de prix et un accroissement de l'incertitude. Plus l'inflation est élevée, plus la variabilité des prix relatifs sera grande. Je ne vais pas démontrer ce point qui est d'ailleurs assez connu. On voit bien que l'existence de coûts d'ajustement fait que ces ajustements de prix ne se feront pas instantanément, mais à des intervalles relativement espacés. Ainsi, plus l'inflation sera élevée, plus ces ajustements seront lourds, ce qui entraînera une dispersion des prix relatifs. C'est cette dispersion qui va évidemment brouiller le message qu'envoient les prix de marché et, par conséquent, nuire à la bonne allocation des ressources. D'autre part, il est observé que l'inflation est d'autant plus volatile qu'elle est élevée. Or, la variabilité de l'inflation induit de l'incertitude qui a évidemment un coût. Elle a un coût parce qu'elle devrait se traduire par des taux d'intérêt plus élevés, voire par des phénomènes de rationnement. Elle peut également empêcher la conclusion de contrats financiers, ce qui, par conséquent, peut nuire au développement du système financier. De façon plus générale l'incertitude pose des problèmes de formation des prix et des contrats, la question étant de savoir si c'est l'inflation qui cause la dispersion des prix relatifs ou l'inverse.

En dernier lieu, on nous dit que l'inflation entraîne des transferts forcés entre les agents économiques. Notons que ces transferts interviennent forcément, que l'inflation soit parfaitement anticipée ou pas. En tout état de cause, l'inflation soulève des questions de droits de propriété, de respect des contrats qui ont pu être conclus. Il est vrai que tous les contrats ne peuvent pas être indexés, ce n'est d'ailleurs pas souhaitable, car s'il en était ainsi, il n'y aurait pas de possibilité de variation des prix relatifs, ce qui empêcherait toute possibilité d'orientation de l'allocation des ressources, des offres et des demandes. En définitive ces distorsions, auxquelles il faut ajouter des distorsions fiscales étant donné qu'en général les barèmes de l'impôt ne sont pas eux-mêmes indexés, sont évidemment nuisibles. Par exemple, je peux évoquer le problème des amortissements des investissements des entreprises. En effet, dès lors que les entreprises calculent les amortissements des investissements sur la base de leur valeur historique, elles pourraient être amenées à payer des impôts excessifs par rapport à leur valeur actuelle.

Ceci dit, il faut noter que dans une certaine mesure, notamment lorsqu'elle est limitée, l'inflation peut jouer ce rôle de régulateur que j'évoquais tout à l'heure car elle a en effet deux rôles. Elle peut mettre de l'huile dans les rouages, pour évoquer cette image que James TOBIN avait donnée dans le passé. Il opposait alors l'inflation qui « jette du sable dans les rouages » et l'inflation qui « huile les rouages ». En effet, lorsqu'il existe des rigidités nominales de prix, en particulier des rigidités nominales à la baisse de prix, c'est-à-dire lorsqu'il y a une asymétrie entre les hausses et les baisses de prix, il est plus coûteux de faire des ajustements à la baisse de prix qu'à la hausse. Evidemment, dans ces conditions, une certaine dose d'inflation peut avoir des mérites, car elle faciliterait les ajustements de prix relatifs. En d'autres termes, lorsque l'inflation est trop faible, on peut se retrouver avec une courbe de Phillips relativement plate, ce qui veut dire que l'arbitrage inflation-croissance, ou le ratio de sacrifice que vous évoquiez, Monsieur le Gouverneur, devient plus lourd. L'arbitrage est plus coûteux parce que le ratio sacrifice est plus fort.

Par ailleurs, lorsque l'inflation est faible, la probabilité de déflation devient plus importante. En effet, si l'activité économique fluctue, ce qui est en général le cas, une inflation faible accroît les risques de passer dans une zone de déflation, ce qui est considéré comme une situation extrêmement grave par les économistes. On sait depuis Irving FISHER, qu'en situation de déflation, la politique monétaire perd sa capacité de réaction, puisque le fait que les taux nominaux soient fixés à zéro, une limite de non négativité, va empêcher la banque centrale de réagir dans de bonnes conditions. Cette situation s'est produite, par exemple, entre 1995 et le début des années 2000 au Japon.

La question est maintenant de savoir à partir de quel seuil l'inflation devient dangereuse. En dessous de quel seuil peut-elle avoir des effets positifs ?

Il faut reconnaître que sur ce point précis les travaux empiriques ne nous aident pas beaucoup. J'en ai recensé un certain nombre qui, sur la base de modèles d'estimation non-linéaire de la relation entre inflation et croissance, ce qui d'ailleurs n'est qu'une façon d'appréhender le problème, fixent des seuils au-delà duquel l'inflation est coûteuse. Ces seuils qui varient beaucoup d'un auteur à l'autre vont de 1-3% à 11-12%, ce qui est quand même étonnant. D'autre part, le coût de l'inflation, c'est-à-dire la perte de croissance induite par un taux d'inflation supérieur au seuil éventuel, est extrêmement fort.

Cette grande divergence entre les résultats des travaux empiriques ne nous renseigne pas beaucoup. Ce qui donne, par conséquent, à la politique monétaire un côté artistique, par référence à la question de savoir si la politique monétaire est un art ou plutôt une science.

Cela dit, le point qui me paraît le plus important aujourd'hui concerne la nature des chocs inflationnistes. En effet, face à la résurgence de l'inflation observée, en particulier sur les prix des matières premières, les banques centrales ne peuvent pas s'abstenir de se demander quelle est la nature du choc. S'agit-il d'un choc de demande ou plutôt d'un choc d'offre ? Elles se posent cette question car face à un choc de demande, la politique monétaire est très à l'aise. Lorsqu'il s'agit d'un choc positif de demande, ce qui signifie que le niveau de l'activité excède son niveau d'équilibre, l'inflation va au-delà de l'objectif fixé. Dans ce cas, il n'y a pas d'arbitrage douloureux entre activité économique et inflation et les banques centrales doivent réagir avec rigueur pour éliminer ce choc de demande.

En revanche, la question se pose autrement lorsqu'il s'agit de choc d'offre, c'est-à-dire un choc adverse qui se traduit par une augmentation des prix due à une baisse de la productivité, à un conflit de répartition, à une augmentation du prix des matières premières ou encore à une dépréciation du taux de change. Dans ce cas, il existe un véritable arbitrage à effectuer entre le niveau de l'activité économique et la stabilité des prix, ce qui fait que la lutte contre l'inflation devient coûteuse.

Il faut discuter davantage la nature de ces chocs d'offre. Les conflits de répartition peuvent être traités avec rigueur par la banque centrale qui ne peut tolérer la surenchère entre prix et salaires. En revanche, la question est plus complexe lorsqu'il s'agit d'augmentation du prix des biens importés, notamment de matières premières, comme c'est le cas actuellement. Quelle doit être la réplique de la banque centrale face à une situation de ce type ?

D'une part, il faut se demander si une augmentation des prix volatiles, tels que les prix des matières premières ou les prix des biens alimentaires, peut véritablement être considérée comme une inflation, celle-ci signifiant plutôt une augmentation entretenue du niveau général des prix. S'il s'agit d'une évolution éphémère, elle n'a pas forcément à être combattue, l'objectif de la politique monétaire étant de compenser les rigidités nominales des prix dans un certain nombre de secteurs. Au fond, si tous les prix étaient parfaitement flexibles et s'ajustaient parfaitement, la politique monétaire n'aurait pas de raison d'être. En conséquence, la politique monétaire n'a pas forcément à agir face à des ajustements de prix relatifs.

Au demeurant, imaginons que la banque centrale entreprenne de maintenir le niveau général des prix ou de maintenir le taux d'inflation, face à un choc inflationniste de la nature que nous connaissons aujourd'hui. Cela ne pourrait se faire qu'en réduisant les prix dans les autres secteurs, c'est-à-dire dans les secteurs où les prix ont cette rigidité que j'évoque. Ceci se traduirait évidemment par une réduction du niveau d'activité, ce qui ferait en quelque sorte une double peine. On aurait d'une part, la perte de pouvoir d'achat due à l'augmentation des prix des biens volatiles, les matières premières par exemple, et, d'autre part, une perte de revenus due à l'action de la banque centrale visant à faire baisser les prix dans les secteurs les plus rigides de l'économie. Par conséquent, la solution pour la banque centrale consiste à s'intéresser à une inflation purgée des évolutions de prix de biens volatiles, ce qui revient à se focaliser sur ce que l'on appelle l'inflation sous-jacente plutôt que sur l'inflation mesurée par l'évolution des prix à la consommation. Ceci est

un point évidemment important, puisque si la banque centrale se concentre sur l'évolution des prix des biens à la consommation, elle pourrait être amenée à prendre un certain nombre de décisions contre-productives. Notons au passage, qu'il existe dans la littérature des travaux intéressants portant sur la définition et la mesure de l'inflation sous-jacente. En particulier, certains travaux proposent de pondérer l'évolution des prix en fonction de leur plus ou moins grande variabilité.

La question est maintenant de savoir, quelles sont les stratégies utilisées pour lutter contre l'inflation ?

Au fond, même si j'ai des réserves sur le taux d'inflation optimal, il est clair que l'on ne peut évidemment pas laisser les prix sans ancrage nominal. Or, l'élément clé de cet ancrage nominal, est celui de l'ancrage des anticipations. On voit bien, à partir d'une fonction de Philips habituelle augmentée, que si la banque centrale arrive à fixer les anticipations d'inflation, celle-ci sera moins persistante. En d'autres termes, un choc d'offre sera moins persistant dès lors que les anticipations sont fixées, c'est-à-dire lorsque la banque centrale a réussi à convaincre les individus qu'elle ne tolérerait pas une dérive systématique, au moins à moyen terme, du taux d'inflation. Par ailleurs, si les anticipations sont bien ancrées, les volatilités de l'activité économique et de l'inflation seront plus faibles, et le retour à l'équilibre souhaité sera plus rapide. Mais comment ancrer les anticipations ?

Cette question mobilise depuis fort longtemps, aussi bien les théoriciens que les praticiens, et les premières solutions qui ont été évoquées ont consisté à recourir à des règles passives. C'était d'ailleurs une des propositions qui avaient été faites de longue date par Milton FRIEDMAN, mais pour des raisons assez différentes de celles que l'on invoque aujourd'hui. Ces règles passives sont de deux sortes. D'une part, il y a celles basées sur des cibles d'agrégats, qui définissent, par exemple, une croissance à long terme de la masse monétaire. D'autre part, il y a la fixation du change, c'est-à-dire l'ancrage de sa monnaie à celle d'un autre pays.

Je ne vais pas m'étendre sur ces questions, parce que nous y reviendrons certainement dans les discussions. Mais, je rappelle que ce que l'on a reproché aux cibles d'agrégats, qui d'ailleurs ont été abandonnées dans la majorité des pays industrialisés, c'est que d'une part, elles conduisent à une rigidité excessive, empêchant ainsi une régulation conjoncturelle correcte de l'économie et, d'autre part, elles ont été affectées par l'instabilité de la demande de monnaie. La fixation du change a des inconvénients identiques. Elle constitue une perte d'indépendance pour la politique monétaire du pays qui a décidé d'ancrer sa monnaie à celle d'un autre pays, encourage la spéculation et fragilise le système financier comme l'ont démontré un certain nombre de crises financières internationales, dites de troisième génération, qui conjuguent à la fois un effondrement du change et une déstabilisation profonde du système bancaire.

Je pense que ces politiques et la littérature qui les a supportées, en particulier celle sur la crédibilité de la politique monétaire, ont accordé une trop grande importance à l'opposition qui existerait entre crédibilité et flexibilité. Ce que nous avons compris depuis lors, c'est que cette opposition entre crédibilité et flexibilité n'est pas irrémédiable. Elle n'est pas fatale et il est possible de concilier la crédibilité, donc l'ancrage des anticipations, avec la régulation conjoncturelle, c'est-à-dire une certaine flexibilité de la politique monétaire. Mc CALOUM, par exemple, avait très bien démontré que si l'on donne l'indépendance à la banque centrale sur un horizon suffisamment long, elle va réaliser qu'il peut exister une contradiction entre les objectifs, intégrer cela et réussir une stabilisation optimale de l'économie, c'est-à-dire une situation qui ne produit pas les fameux biais inflationnistes autour desquels a été construite cette littérature sur la crédibilité de la banque centrale. Au fond,

l'indépendance des banques centrales est une réponse parfaitement adaptée à cette question, mais elle n'est pas suffisante.

L'indépendance des banques centrales doit avoir pour contrepartie la transparence de la politique monétaire. En effet, la transparence de la politique monétaire est sans doute la meilleure façon de conforter l'indépendance dans la mesure où elle légitime cette indépendance. C'est aussi une bonne réponse parce qu'elle permet de faire comprendre aux agents pourquoi et comment se prennent les décisions. La transparence permet également un contrôle a posteriori sur les décisions prises et permet à la banque centrale de se justifier. Accessoirement, la transparence permet de faire converger plus vite l'économie vers la solution d'équilibre, lorsque les individus n'ont pas la connaissance infuse du modèle économique. Enfin, elle permet d'accroître l'efficacité de la politique monétaire dans la mesure où elle délivre des messages sur l'avenir et permet aux agents de comprendre et d'anticiper correctement ce que va faire la banque centrale. Il faut cependant se demander les deux questions suivantes. Sur quoi doit porter la transparence ? Comment les banques centrales doivent-elles communiquer ?

Chacun sait que l'on peut communiquer sans rien dire d'intelligible. Par conséquent, il n'est probablement pas avantageux d'envisager d'expliquer tout ce que l'on a fait, ou que l'on envisage de faire, sans une construction structurée de l'information au préalable, c'est-à-dire sans un modèle sous-jacent. C'est la raison pour laquelle, je pense que le recours à des règles monétaires contingentes a constitué un progrès extrêmement important dans la théorie de la politique monétaire au cours de ces dernières années. Si l'on veut pouvoir expliquer la politique monétaire, communiquer sur ses objectifs et sa mise en œuvre, il est important d'avoir une référence. C'est pourquoi cette question des règles est importante car elle va permettre de concilier l'ancrage nominal et la régulation conjoncturelle, d'où la notion de règles contingentes. Il ne s'agit pas, avec ces règles contingentes, de fixer uniquement des objectifs de long terme, mais plutôt, à la différence des règles passives, d'essayer tout en ayant un objectif de long terme, de concilier crédibilité et flexibilité. Il faut noter que dans la littérature théorique, ce point est évoqué en termes de règle de taux d'intérêt, la question étant de savoir comment faire évoluer les taux d'intérêt en fonction des déséquilibres observés ou anticipés. Rien, me semble-t-il, ne s'oppose à ce que des règles soient construites en termes de base ou masse monétaire, ce qui vraisemblablement d'ailleurs, est plus pertinent dans le cas des pays en développement ou émergents que dans les pays industrialisés.

Très brièvement, on peut distinguer trois types de règles. Il y a d'abord les règles d'instrument qui lient de façon stricte l'évolution de l'instrument, par exemple le taux d'intérêt ou la base monétaire, au déséquilibre observé ou anticipé de l'économie. Le meilleur exemple est la fameuse règle de Taylor. Ces règles ont l'avantage d'être parfaitement transparentes, mais leurs inconvénients semblent l'emporter sur cet avantage. En effet, l'inconvénient de ce type de règles est qu'elles sont très rigides, puisqu'elles donnent peu de marge de manœuvre aux banques centrales. En l'occurrence, aucune banque centrale n'a, à ma connaissance, accepté jusqu'à présent de se lier les mains en affichant une règle de taux ou de base monétaire, même si on peut concevoir une règle monétaire comme une sorte de référence plutôt qu'une façon de dicter les décisions de la banque centrale au jour le jour ou au mois le mois.

Deuxièmement, il y a les règles d'objectif qui, au contraire, sont des règles qui consisteraient à fixer à la banque centrale un objectif, une fonction de perte à minimiser, en lui donnant tout pouvoir pour

le faire. L'avantage de ces règles est leur flexibilité. L'inconvénient c'est évidemment, qu'en l'occurrence la transparence n'est pas garantie.

Enfin, il y a les cibles d'inflation qui constituent une sorte de compromis entre les règles d'instrument et les règles d'objectif. Ces règles ont constitué au cours de ces dernières années une sorte de référence à laquelle se sont ralliés un certain nombre de pays. Je crois qu'on a une trentaine de pays qui peuvent aujourd'hui être considérés comme menant une politique de ciblage d'inflation (inflation targeting). Etant donné que ces politiques de ciblage d'inflation vont faire l'objet de deux communications, je ne vais pas trop m'étendre sur ce point.

Je voudrais néanmoins faire deux remarques.

La première est que le ciblage de l'inflation ne se résume pas uniquement à l'affichage d'un objectif. C'est en réalité un dispositif. Un dispositif qui amène la banque centrale à prévoir, à expliquer ses décisions, notamment celles portant sur l'ajustement des taux en fonction de l'écart entre l'objectif et les anticipations à un horizon donné, et à publier régulièrement des prévisions à base de modèles et d'autres indicateurs. Enfin, le ciblage d'inflation oblige la banque centrale à rendre compte sur les écarts aux objectifs.

Ma deuxième remarque est qu'un dispositif de ciblage d'inflation bien défini n'est pas si éloigné d'une règle d'instrument. En effet, le choix de l'horizon est crucial pour admettre un arbitrage entre activité économique et inflation. Si l'on fixe un objectif de moyen terme, avec de surcroît une fourchette sur cet objectif, la banque centrale a la possibilité de faire de la régulation conjoncturelle. Par conséquent, une cible d'inflation ne consiste pas à ne retenir qu'un seul objectif pour les autorités monétaires. A contrario, si l'on fixe un objectif très strict à très court terme, alors effectivement la banque centrale devrait pondérer fortement son objectif d'inflation dans ses décisions. On voit bien que la fixation de l'horizon et de la fourchette va permettre de répondre à un arbitrage optimal, ou supposé comme tel, entre le réglage conjoncturel de l'activité économique et l'objectif d'inflation, ce qui est certainement important.

Je crois que l'on ne fait pas suffisamment attention à cette question d'horizon et que l'on associe trop facilement le ciblage de l'inflation avec l'idée que la banque centrale ne devrait avoir qu'un seul objectif, lutter contre l'inflation. Par ailleurs, la distinction entre un choc d'offre et un choc de demande que j'évoquais, est une question tout aussi importante. En effet, si la banque centrale cible l'inflation de façon indiscriminée, c'est-à-dire sans se poser la question de savoir s'il s'agit d'un choc d'offre ou d'un choc de demande, on aura évidemment une réponse sous-optimale. Je ne m'attarderais pas non plus sur le bilan du ciblage d'inflation relativement à cette question. Ce que je voudrais juste signaler, c'est que les décisions, aussi bien les décisions d'indépendance que les décisions de ciblage d'inflation, ne sont pas des décisions exogènes. Elles sont endogènes à un processus politique qui fait qu'elles sont prises dans un contexte institutionnel et politique plus ou moins porteur. Ceci est évidemment essentiel dans l'efficacité de ce dispositif.

Pour conclure, je vais faire trois remarques.

Premièrement, une stratégie de maîtrise de l'inflation n'a de sens que si par ailleurs, elle s'accommode avec une politique budgétaire raisonnable. On sait bien, depuis longtemps déjà, qu'une politique budgétaire irresponsable peut porter atteinte à la crédibilité de toute banque centrale, fût-elle indépendante. En conséquence, il doit y avoir une coopération entre la

politique monétaire et la politique budgétaire. Cette dernière ne doit pas remettre en cause les décisions de la banque centrale en étant excessivement laxiste. Cependant, l'indépendance de la banque centrale ne signifie pas que les autorités monétaires n'ont pas à discuter avec les autorités budgétaires comme cela peut se produire parfois.

Deuxième remarque : Monsieur le Gouverneur, lors du précédent Colloque auquel j'avais le plaisir de participer, on s'était interrogé sur le rôle des banques centrales dans la stabilité du système bancaire. Nous avons conclu qu'elles ne pourraient être insensibles à la question de stabilité du système financier car, une politique monétaire efficace devait s'accompagner d'une action sur la stabilisation du système bancaire et financier et la crise actuelle en apporte une parfaite démonstration. En conséquence, même si la banque centrale n'a pas l'obligation de prendre en charge la totalité du taux préférentiel, elle ne peut certainement pas s'en désintéresser, puisque cela conditionne sa liberté d'action.

Enfin, ma troisième remarque porte sur une question plus compliquée, sur laquelle en réalité je n'ai pas de réponse précise, mais qui me paraît vraiment intéressante. En général, on associe le ciblage de l'inflation avec la flexibilité des changes au point qu'un auteur américain a pu dire que le ciblage de l'inflation était en quelque sorte Bretton Woods à l'envers. Il le dit car, selon lui, les changes ne sont plus fixes et la coopération internationale n'est plus nécessaire, puisque chacun peut mener la politique qui convient avec l'objectif qui lui convient. Je ne suis pas sûr que ceci soit vrai, parce que l'on voit bien que l'action d'une banque centrale va avoir un impact sur le « welfare » des autres. Un certain nombre de travaux ont d'ailleurs montré qu'une optimisation conjointe de ces fonctions de réaction était nécessaire.

On a pu accuser le ciblage d'inflation d'être au fond responsable de la montée des tensions inflationnistes, tout au moins de la croissance des liquidités dans le monde. Ceci s'appuie sur le fait qu'un certain nombre de pays font du ciblage d'inflation et d'autres au contraire, notamment la Chine et des pays asiatiques, fixent leur taux de change par rapport à d'autres pays. Ainsi, le recyclage des déséquilibres que cela crée dans les balances commerciales alimente une croissance de la liquidité au niveau international. Je ne sais pas que penser de cette idée, mais il me semble que la question de savoir si les cibles d'inflation doivent s'associer à une coopération monétaire internationale me paraît de grand enjeu pour l'avenir.

Je vous remercie, Monsieur le Président, Monsieur le Gouverneur.

Jean-Pierre PATAT

Président de Séance

Je vais tout de suite donner la parole aux commentateurs. Je commence par le Professeur Amoussouga. Professeur, vous avez la parole.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Merci Monsieur le Président. Je voudrais d'entrée remercier Monsieur le Gouverneur, pour tout ce qu'il fait à l'endroit de la recherche dans notre espace, mais également profiter de l'occasion pour lui dire combien je suis sensible à mon invitation pour partager un certain nombre de discussions

concernant la maîtrise de l'inflation dans le cadre de la conduite de la politique monétaire. Je voudrais également dire que ce commentaire serait un peu difficile pour moi pour des raisons que vous me permettrez, Monsieur le Gouverneur, de vous révéler à la fin.

Un auteur en particulier, dans les années 70, faisait déjà ce constat à savoir concilier prospérité et stabilité des prix constitue le principal problème non résolu des performances globales économiques. C'est vous dire que l'étude du Professeur Jean-Paul POLLIN vient à point nommé, car le problème de la maîtrise de l'inflation connaît un fort regain d'intérêt de nos jours. Il n'y a pas de semaine sans une nouvelle initiative de la société civile contre la vie chère.

L'étude du Professeur Jean-Paul POLLIN possède de grandes qualités. Elle fournit un panorama clair et synthétique de connaissances et d'analyses qui en fait une synthèse remarquable quant aux réponses susceptibles d'être apportées à la maîtrise de l'inflation. Cette étude est organisée autour de deux centres d'intérêt qui constituent des réponses à deux questions dont la première est : comment définir l'objectif d'inflation que doivent se fixer les autorités monétaires ou qu'on doit leur fixer ? La deuxième est : de quel principe doit-on s'inspirer et quelles stratégies peuvent être mises en œuvre pour atteindre cet objectif ?

L'introduction de l'étude retient naturellement l'attention. On y trouve un cadre théorique remarquable de remise en cause d'un dogme d'après lequel la globalisation, de par la concurrence internationale qu'elle génère, élimine toute dérive du niveau général des prix. L'étude note très justement que la globalisation n'interdit pas des divergences de taux d'inflation empiriques, dès lors que les changes sont flexibles.

La première partie de l'étude offre des pistes de réflexion sur la définition des objectifs d'inflation et à ce titre, les grandes orientations retenues par l'auteur me semblent pertinentes. De même, bien que certains points de détails de la théorie pourraient mériter des précisions, notamment en les rapportant aux politiques effectivement menées, la question de l'ambiguïté des réponses offertes par l'analyse économique à propos des nuisances de l'inflation y est bien explicitée. Les arguments évoqués ne permettent guère de se faire une idée précise des conséquences négatives de l'inflation sur l'équilibre économique, les taux d'inflation trop faibles pouvant aussi produire des nuisances. On se retrouve donc devant une situation où le taux d'inflation élevé est nuisible, tout comme pourrait l'être un faible taux d'inflation. Ceci soulève une première question : sur quoi nous basons-nous dans les pays en développement pour prôner un taux d'inflation relativement faible, convergent avec le taux des pays développés ? C'est une question importante, connexe à celle relative à la fixation du taux d'inflation, à savoir existe-t-il un taux d'inflation optimal ?

Le développement fait allusion à des difficultés d'identification, mais évoque des travaux mettant souvent en évidence l'existence d'une relation positive entre l'inflation et la croissance en dessous d'un certain seuil, 2 à 11 ou 12%. L'absence d'une approche directe pour appréhender un taux optimal d'inflation suggère que la politique monétaire doit asseoir sa réaction en fonction de l'origine de l'inflation, mais de façon générale, l'objectif des autorités monétaires doit s'exprimer en termes d'inflation sous-jacente, c'est-à-dire en considérant l'évolution du niveau général des prix purgée des variations des prix excessivement volatiles.

Au total, cette première partie a le mérite de montrer que la définition d'un objectif de taux d'inflation est sujet à discussion et qu'il semble prudent de le fixer, selon les pays et les circonstances,

entre 3 et 8%. Une parcimonie des politiques de choix du seuil du taux d'inflation suivant les caractéristiques des pays et les circonstances serait instructive et compléterait l'exhaustivité de l'étude.

Le grand intérêt, et peut-être l'apport décisif de l'étude, est d'aller plus loin dans une deuxième partie sur les principes et stratégies d'ancrage d'anticipation d'inflation. D'une manière générale, la démarche de l'auteur est fondée sur la crédibilité de la politique monétaire. Il y privilégie deux piliers : l'indépendance et la transparence des banques centrales, ainsi que les règles monétaires contingentes. Sur chaque aspect de la question de la crédibilité de la politique monétaire, la discussion croise les limites provenant des faits et s'efforce de mobiliser toutes les ressources de la théorie. On ne peut qu'approuver l'analyse développée au niveau de cette problématique, ainsi que les conclusions auxquelles l'auteur aboutit. On ne doit pas cependant oublier qu'une doctrine raisonnable dans son principe peut être délicate à mettre en œuvre. Peut-on aujourd'hui admettre que l'accroissement de l'indépendance des banques centrales a contribué à maintenir les taux d'inflation dans les limites raisonnables ? Quelle est la signification exacte de cette indépendance ? S'agit-il d'une indépendance d'objectifs ou d'une indépendance de choix d'instruments ? Les règles monétaires contingentes ne risquent-elles pas de devenir des règles de supervision et compromettre l'indépendance ?

La crédibilité de la politique monétaire suppose, entre autres, une politique budgétaire raisonnable, un lien étroit entre la politique monétaire et la régulation du système bancaire et financier et, enfin la coordination au plan international. Ces conditions m'amènent à m'interroger sur le contrôle de l'inflation dans un pays en développement, notamment la gestion de ce taux dans une économie où vous avez une partie des transactions qui s'effectue à un taux de change fixe et une autre à taux de change flexible. Je veux évoquer le cas de la sous-région où les pays de l'UEMOA cohabitent avec un voisinage immédiat notamment anglophone, les marchés parallèles de devises très développés, la contrebande assez évoluée, autant d'éléments de nature à compromettre des efforts en matière d'inflation. Alors, dans des conditions pareilles, quelle doit-être la conduite à tenir en matière de ciblage d'inflation ? C'est sur cette interrogation, que je finis mon commentaire, mais puisque je vous l'avais promis, Monsieur le Gouverneur, permettez-moi de vous dire que la tâche a été très difficile pour moi, d'autant plus que je me retrouve être commentateur de celui qui a été mon Directeur de thèse et qui m'a mis sur le chemin sur lequel je suis aujourd'hui.

Je vous remercie.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Merci, Monsieur Amoussouga, je donne tout de suite la parole au deuxième commentateur, le Professeur Edward Buffie de l'Université d'Indiana.

Edward BUFFIE

Let me apologise at the beginning for making some of you put your headphones on. I studied French for four years in high school. Unfortunately my older sister was also in high school three of those four

years and she was very good in French, but not very good in Math. I think you can figure out what happened without my telling you the rest of the story. In retrospect, I feel this was a case where maximizing the short range gains from trade reduced welfare in the long run. Jean-Paul has given us a very good survey of the issues, and I agree with almost everything he wrote in the paper. So the way I will use my time is to try and provide some discussion that is largely complementary to his, but has a little bit more of a development flavor.

Now the first question Jean-Paul addresses is what do we know about the optimal inflation rate ? I'd like to approach that question from a different angle, by placing it in a context of a simple optimal tax problem. So here is the problem. The government in some LDC can levy two taxes to finance investment in public infrastructure. The return on public infrastructure is quite high, in the order of, 20 to 30%. The two taxes differ in various ways, but the most important dimension along which they differ is that one tax is much easier to administer than the other. It involves much fewer, far fewer administrative cost. Pretend that we solve this problem and the solution comes out saying that tax number one is 15%, tax number two is 20%, a very boring normal result, but use the punch line.

I'm sure if you gave me two hours with pen and paper, it would be easy to show that tax number one corresponds to, say, a value added tax, and tax number two, to an inflation tax. I'm sure you can get this result with a little math, because the return on infrastructure in less developed countries is, as I said, quite high, and inflation tax is easy to administer and other tax handles are generally quite limited in less developed countries. The Governor said in his opening remarks that, we all agree that we should aim for lower inflation and I do agree with that. Playing devil's advocate, I would like to remind you, however, that many people feel macro economists spend too much time fussing about inflation and not enough time worrying about using policy to promote economic development.

Two examples for you : from time to time, in the West African Monetary Union, countries have lobbied to relax the ceilings on central bank credit to the government, often because of the desire to be able to finance infrastructure projects. Jeff Sachs, also, has an interesting sound bite on this issue, by the way. Sachs has said a lot of controversial things, including this : « Thirty years from now, the IMF will be able to look back and say to Africa : at least you died with price stability ». I don't know where the IMF rep is, Mister WAKEMANN-LYNN, but remember that Sachs said this, not me - I am just the messenger here. Ok, so I'm sure this is a conclusion no one is happy with - that in the optimal tax framework the inflation tax turns out to be 20%. Are there any counter arguments we can make against this ?

Jean Paul reviews the standard counter arguments and his bottom line, which I agree with, is that the analytical arguments about why inflation is costly are not very convincing. When you hear these arguments, I think the natural reaction is, you're talking about small change, the natural reaction is a sort of Gallic shrug. He also reviews the empirical evidence on the threshold relationship inflation rate above which inflation reduces growth, and that isn't of a much help either in building the case for low inflation. The estimates range from 2 to 12%. These are point estimates ; if you throw in a couple of standard deviations, the upper end of the range jumps up to 20%. So, maybe we need a little more ammunition if we want to argue against micro economists and people like Jeff Sachs, that indeed we should be aiming for single digit inflation in less developed countries, and there are two unconventional arguments I think may be helpful here.

The first one says that the net revenue loss from opting for lower inflation maybe much less than the loss in seigniorage revenue. Maybe much less, because low inflation may succeed in reducing the real cost of internal and external debt for the government. Chris Sims has shown in a paper published in 2001 that the risk premium on a country's external debt tends to be higher when the inflation rate is high, and the argument is very simple. If the government cancels its external debt that reduces interest payments on the debt, the fiscal deficit and the equilibrium inflation rate. Inflation is a distortionary tax. So even, a benevolent, optimizing government has a greater incentive to repudiate its debt when inflation is high. Consequently when inflation is reduced, the risk premium will also fall.

Now the financial gain for the country isn't equal to the production in the risk premium but it isn't zero either I don't have time to go into how much greater than zero it is, but I'll just say that the potential gain here is non trivial, especially when inflation was high in the 90s, and the other risk is quite high in the margin market debt exceeded 800 basis points in the 1990s. You can develop a similar argument as to why the risk premium on internal debt would be expected to decrease with the inflation rate. Calvo has developed that line of analysis. In addition, the cost of internal debt would be expected to come down to the extent that the inflation tax falls on unremunerated bank reserves. The line of argument is indicated in the arrows in the bullet point there. Briefly, when there is reduction in the inflation tax on bank reserves, that reduces the effective cost of raising deposits to banks. Banks then solicit more deposits and increase their demand for government bonds. That would not decrease the real interest rate in a standard optimizing model of the sort that underlies IT models for developed countries, because in standard optimizing models, in the long run the real interest rate is tight down by the time preference rate in the country, the time preference rate in the private sector. But in a less developed country setting, where the market for government securities is dominated by oligopolistic banks. In that, setting reduction in the inflation tax on bank reserves shifts down the marginal cost schedule for banks and that leads to a permanent reduction in the real interest rate on government debt.

Now, the second counter argument - an unconventional counter-argument - is that, when the inflation tax is reduced on bank reserves and banks attract more deposits, they will be expected to increase loans to the private sector. Again, there is a difference here between the conclusions for developed countries models and less developed countries models. In developed country models, this does not lead to a change in the long run equilibrium capital stock. Again, that's because in the long run, the marginal product of capital equals the time preference rate. There may be gains from faster adjustments, from a faster speed of approach to the steady state capital stock, but there is no change in the long run level of the capital stock for more bank credit to the private sector.

In all, I think we can argue that the equilibrium capital stock itself is likely to increase, and that goes back to argument that Ron McKinnon put forward a long time ago. McKinnon pointed out, and I think we need to remember this step, that small poor entrepreneurs cannot undertake profitable but lumpy investment projects. Projects subject to indivisibilities, unless they have access to bank credit. They can't finance investment in these lumpy projects out of their own savings. They need access to bank credit. So, summing up, the case for low inflation is that, when we get outside of an optimal tax framework and bring in some other elements, the cost of low inflation, pursuing low inflation may be quite small or may even be pro-development, it's not clear that, although seigniorage revenue declines there will be a net loss of revenue for the government and they may be benefits from lower

inflation promoting greater financial intermediation and greater capital accumulation in the private sector.

Now I may turn to the second issue that Jean Paul addresses. This concerns the case for inflation targeting. I agree completely that inflation targeting should be the ultimate objective. But I want to raise some doubts about it, because before we spend the next two days praising inflation targeting, and I don't think we gonna learn very much, I think the main issue is how fast should LDC's moved toward inflation targeting. And the main reason for exercising caution for perhaps moving slowly, is that, I don't think we know as much as we need to know about how the monetary transmission mechanism works in our less developed countries, and in emerging market economies. I will quickly go through three examples here, of why I think our knowledge is deficient and the question that raises for designing a monetary policy framework.

The first example has to do with the interest rate channel. My reading of literatures mostly found out that the direct interest rate channel operates very weakly or maybe even not at all in less developed countries (South Africa is a notable exception). But, by and large, the channel seems to operate quite weakly. The main transmission channel runs instead through the exchange rate. When there is a change in the interest rate, there is a change in the demand for the main foreign currency assets. The exchange rate just does has effects on aggregate demand and inflation. So, this is the main transmission channel. How do we think of the appropriate rule for adjusting the interest rate ? One place we might go for answers is a well-known paper by Mark Svenson in the Journal of International Economics 2000, and in that paper, you'll find the results listed in the black bullet point there. Svenson concludes that when central bank forecasts for inflation goes up, it should reduce the interest rate by 228 basis points. And when there is opposite output gap, it should also reduce the interest rate. I don't want you to think I started drinking early this morning, I'll repeat that, these rules violate the Taylor principle. So, what's the source of these funny results, these strange results ?

It comes from the uncovered interest parity condition in this model. That's the condition I have listed. The domestic interest rate equals the world interest rate plus the expected rate of currency depreciation, ϵ . When forecasted inflation goes up, what does the central bank do ? Given uncovered interest parity, it reduces the interest rate, below i^* in order to decrease ϵ . The lower rate of crawl lowers the price of traded goods in the CPI and contracts the demand for domestic output. Surely, the more natural policy response and I think undoubtedly the right one is, that if there is a positive inflation shock, the central bank should react by raising interest rate to attract capital flows and appreciate the exchange rate. The message I take away from Svenson's model is that, the role we really need to do is, develop frameworks, develop macro models, for analyzing IT. We shouldn't borrow too much from developed country frameworks. If you do it, you will end up with funny conclusions, like the types I've just discussed.

The second example pertains to fiscal adjustments and inflation targeting models. If you've read the academic literature or even looked at many of the analytical models, small theoretical models that central banks use, you'll notice that they offer a myth the government budget constraints. That's also reflected in the characteristic of these models that they are actually cashless models of the economy.

Now, what's the rationale for that ? Well, the rationale is that, in the background, lump sum transfers adjust to make the path of the fiscal deficit compatible with the panel of seignorage and debt that

follows from the central bank adhering to the interest rate rule. This, I don't think fits very well with the nature of fiscal adjustment in the less developed countries. The empirical evidence in less developed countries, is this that often, a large part of the burden of fiscal adjustment falls on infrastructure investment. When you bring that as the nature of fiscal adjustment into the framework, you can't ignore the links between the interest rate rule followed by the central bank and the fiscal budget. And I've written in the fourth bullet point there, the Calvo pricing rule. And if you look at the rule, you can see intuitively what the concern is.

Briefly the rule says that inflation today is equal to expected inflation next year, with expectations formed at time t , plus the percentage deviation of marginal cost from its natural long run level; this is the Calvo pricing rule derived from first principles, the rule that is usually written down in IT models. Now what most literature does is, they say the deviation of marginal cost from its natural level is related to the output gap and everything else that affects marginal cost just gets thrown into the shock term.

So, looking at the Calvo pricing rule now, suppose fiscal adjustment occurs through cuts in spending on infrastructure. What happens when, say, the central bank raises the interest rate, in response to some inflation shock? Well, the interest rate, the reduction in seigniorage and perhaps the bond sales that goes with it, require the fiscal authorities to cut spending on infrastructure. In the short run, the reduction in investment on infrastructure reduces the aggregate demand in inflation, but beyond the short run and the medium run, the stock of infrastructure falls and that pushes up the last term in the Calvo pricing rule. It increases marginal cost and creates inflationary pressures. It's not clear that this adjustment process is even stable or that the trade-off that results between inflation and output over different time horizons is necessarily desirable. And that's the point that Steve O'Connor is getting at in the quote I've listed at the very end there. And I think that quote is worth reading and thinking about. It has all to say about the trade-off between flexibility and objectives.

Let me finish up, briefly, with the third example of exchange rate. Most central banks in less developed countries target exchange rate to some degree. I think that's understandable because the exchange rate affects so many things in their economy. But there is a potential trade-off here because, to the extent that central banks target exchange rate as well as inflation, it's more difficult for the central bank to convey to the public anxiety, the control in inflation is the dominant policy objective. That means, there may be a trade-off, that imposes a trade-off between transparency and credibility of the policy regime and the utilisation of more instruments to control the economy's equilibrium path. I suspect this trade off is relevant for many less developed countries but right now we don't have a good analytical framework for evaluating that trade-off. So, I just conclude by saying that in the next couple of days, I'll be interested to hear how much enthusiasm there is, for getting married to IT on the part of central bankers, and if they do want to do that, whether they will have a short or a long engagement period. Thank you.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Pardonnez-moi de vous avoir un peu bousculé, mais on a tout de même des devoirs envers ceux qui vont nous succéder. Je dois dire que j'ai trouvé cet exposé particulièrement remarquable, mais

avant de donner la parole aux participants, vous me permettrez de jouir du privilège du Président pour faire deux petites remarques à Jean-Paul. Vous vous doutez bien que je pourrais en faire beaucoup plus, mais je vais m'en contenter pour l'instant.

La première porte sur les coûts de l'inflation, notamment les transferts de richesses qu'elle peut générer. Je crois qu'il n'y a pas que les transferts de richesses entre, par exemple, les créanciers et les rentiers, d'une part, et les débiteurs, d'autre part, ce qui peut avoir un effet positif sur l'économie comme il le reconnaît, mais il y a aussi les transferts de richesse, au détriment de catégories particulièrement mal armées pour se défendre contre l'inflation.

Le deuxième point porte sur sa position selon laquelle la banque centrale ne doit pas s'efforcer de lutter contre une inflation importée induite par la hausse des prix des matières premières par exemple. Selon lui, si elle le faisait, cela reviendrait à essayer de faire baisser le coût des produits domestiques. Je ne partage pas cet argument car, à mon avis, lorsqu'une banque centrale réagit face à un choc d'offre, notamment en augmentant ses taux d'intérêt, elle le fait pour inciter le secteur productif, et même le secteur public, à ne pas augmenter exagérément les salaires, afin d'éviter le déclenchement d'une boucle de hausses prix-salaire, c'est-à-dire cet effet de second tour qui est la terreur de tous ceux qui luttent contre l'inflation. C'est en réalité cela le but d'une politique monétaire relativement restrictive, menée pour faire face à un choc d'offre, mais je n'insisterai pas d'avantage. Je donne tout de suite la parole à la salle.

Oui Christian.

Christian de BOISSIEU

Merci. Beaucoup de choses ont été dites, mais je voudrais revenir sur trois points rapidement. J'aimerais bien Jean-Paul, que tu reviennes sur le thème « politique monétaire et prix relatifs » que tu as évoqué dans ton exposé. L'interprétation de l'évolution des prix du pétrole et des produits alimentaires, c'est que tant qu'il n'est pas observé ces fameux effets de second tour, il s'agit d'un choc de prix relatifs. Or pour l'instant, on ne les voit pas vraiment ces effets de deuxième tour. Je pense que ça pose une problématique assez particulière par rapport au contexte dans lequel l'inflation est plus générale.

Deuxièmement, il y a un thème qui n'a pas du tout été évoqué jusqu'à présent, et j'estime que ce n'est pas parce que l'on est à Dakar, en Afrique Sub-Saharienne, qu'il ne faut pas l'évoquer. Il s'agit du thème « politique monétaire et prix des actifs ». Ce n'est pas parce qu'il y a peu de marchés financiers qu'il n'y a pas d'effets de richesse. On est dans une zone où les effets de richesse interviennent, sur l'immobilier par exemple, comme ils interviennent chez nous. A mon avis, le fait que le marché financier soit émergent ou pas, n'empêche pas de se poser cette question dans cette zone. Au-delà du clivage que tu as fait entre l'inflation brute et l'inflation sous-jacente, il me semble qu'il va falloir que l'on revienne, au cours de ce Colloque, sur cette question, même si la problématique n'est pas tout à fait la même que chez nous, dans les pays industrialisés.

Troisième sujet, tu as écarté le débat sur la globalisation en disant « c'est fini, on a eu tort ». GREENSPAN, en particulier, a peut-être eu tort de considérer que la globalisation était un rempart durable contre l'inflation. Je voudrais quand même faire la remarque suivante. Au point où on en est aujourd'hui, personne ne peut prédire la durabilité de ce choc inflationniste. J'ai envie d'inverser

les choses en disant que l'on a connu un grand choc pétrolier, doublé d'un grand choc alimentaire mais, chose étonnante, l'inflation n'a pas pour autant débordé d'une certaine façon. Elle n'a pas débordé pour les raisons que nous connaissons, notamment qu'il n'y a pas eu d'effets de deuxième tour, mais il me semble qu'il y a aussi d'autres facteurs liés à la mondialisation. Les effets de la mondialisation sur l'inflation ne doivent pas être ignorés tout juste parce que la Chine est peut-être plus inflationniste que désinflationniste.

Je reste sur ce thème de la mondialisation et j'aimerais que tu reviennes sur deux canaux importants. La mondialisation signifie quand même une accentuation de la concurrence dans tous les secteurs. En fait, aujourd'hui il n'existe plus une seule entreprise dans le monde qui soit price-maker. Même les supposés monopoles sont devenus des price-taker. A cet égard, le contexte actuel est fondamentalement différent de celui du choc inflationniste des années 70. Il me semble donc que ce canal de transmission, mondialisation vers les prix, via le renforcement de la concurrence, n'a pas disparu. Il existe encore.

Le deuxième canal, que tu as également évacué d'un revers de la main, c'est l'argument des gains de productivité qui est aussi lié à la concurrence. Je ne pense pas que tout d'un coup les gains de productivité se seraient effondrés depuis trois ans. Donc, je trouve que, et ça m'étonne de toi parce que généralement tu ne donnes pas dans les modes, tu as l'air d'extrapoler ce choc inflationniste, qui est un choc important. Je me demande si tu n'exagères pas la durabilité de ce choc tant qu'il n'y a pas d'effet de deuxième tour. Merci.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Monsieur Nguessan.

Tchéché N'GUESSAN

Monsieur le Président, pour ma part, la principale leçon que je retiens de ce papier, est qu'il n'y a pas de solution toute faite en matière de politique monétaire. De même, l'inflation peut être soit coûteuse, soit bénéfique, tout comme le sens de la causalité entre l'inflation et les prix relatifs n'est pas prédéterminé. Il est également ressorti que les règles peuvent être passives ou contingentes et à ce sujet, le présentateur s'est même demandé si la politique monétaire était une science ou un art. C'est dire que les autorités d'une banque centrale ont un grand défi. Ce défi c'est de capitaliser sur les acquis de la recherche scientifique, mais en même temps être à chaque fois inventif face à un problème nouveau.

Ici, le contexte prend un relief particulier, car c'est le contexte qui fait qu'il n'y a pas de règle a priori. A cet égard, je voudrais que vous reveniez sur une question que vous avez évoquée dans la partie stratégie, notamment celle de la fixité des taux de change, et ceci dans le contexte des pays africains de la Zone franc.

Merci.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Madame BENASSY-QUERE.

Agnès BENASSY-QUERE

Merci. Je voudrais revenir sur la question du seigneurage. Si j'ai bien compris les statistiques, un des principaux problèmes des pays de l'UEMOA et d'autres pays d'Afrique Sub-Saharienne, c'est la difficulté à collecter les impôts, notamment les impôts indirects. Les droits de douane, qui représentent une part encore importante des recettes fiscales, baissent progressivement dans un certain nombre de pays et les négociations en cours à l'OMC ou avec l'Union Européenne laissent penser que cette source de revenu est appelée à diminuer davantage. Je me demande si l'argument souvent avancé pour dire que pour un pays où la part du secteur informel est importante, la taxe d'inflation va aider à surmonter ce problème, puisque ce secteur est difficile à taxer, est valable pour les pays de l'UEMOA.

La taxe inflationniste a l'avantage de toucher tous les secteurs, y compris le secteur informel, et ça peut être une justification importante à une inflation pas trop faible. Je voulais donc savoir s'il y a eu une réflexion dans cette direction à la BCEAO pour essayer de quantifier tout ça. Lorsque la cible d'inflation est déterminée, évalue-t-on à la BCEAO, l'importance de cet argument ? Cela, je crois, n'a pas été évoqué par les présentateurs. Merci.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Monsieur SAWADOGO

Kimseyinga SAWADOGO

Merci Monsieur le Président. Je voudrais attirer votre attention sur quelque chose que j'aurais bien voulu voir dans tous ces papiers. C'est la prise en compte du contexte actuel marqué par une hausse généralisée des prix. Un intervenant vient de dire qu'il ne pense pas que cette situation serait durable. Je ne partage pas cet avis, car d'après les prévisions, les choses seraient très durables. En effet, certaines de ces prévisions estiment que le prix du pétrole ne devrait pas baisser en deçà de son niveau actuel avant 2010.

Le phénomène est général et affecte toutes les économies. Aux Etats-Unis, par exemple, la généralisation de la hausse des prix est très importante, et ce que je m'attendais à retrouver dans un papier qui s'intéresse à l'inflation, ce sont des indications sur ce que peut faire la banque centrale face à la situation actuelle. Mais au contraire, on nous dit qu'en réalité la banque centrale ne peut pas faire grand-chose et qu'elle doit laisser de côté ces problèmes qui se limitent à la montée des prix des matières premières. Or, nous constatons que la hausse des prix affecte toutes les branches de l'économie. Ceci est d'autant plus alarmant que la hausse des prix des matières premières se conjugue avec une hausse des prix alimentaires. Il me semble donc important de s'interroger sur les véritables sources de ces hausses-là.

Nous savons que la dépréciation du dollar est, certainement, en partie responsable de la hausse du pétrole. Que la recherche de sources d'énergie alternatives, telles que l'éthanol, sont à la base de la hausse des coûts alimentaires. Mais, qu'est-ce qu'on peut faire ? Quel est le rôle de la banque centrale ? Celui des politiques fiscales ? Faut-il laisser ce phénomène s'amplifier, auquel cas il aurait certainement des effets sur les couches les plus pauvres, voire même les plus aisées ?

Quant au Professeur BUFFIE, I don't know, maybe I should speak in English so that you can hear it straight. If I understood you, Professor Buffie, you're saying that, you doubt that any targeting of inflation would have any impact in BCEAO etc.. So, what do you suggest ? Are you saying that you don't believe in any successful inflation targeting or are you saying that you don't believe that BCEAO would be successful in that ? So, what is the role of the central bank ? I didn't exactly understand through the paper, what the role of the central bank is.

Thank you very much.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Monsieur ADDISON.

Ernest ADDISON

Thank you very much Mister Chairman. I have a question for Professor POLLIN. But I think that Professor BUFFIE's statement needs an immediate reaction. I don't think that the discussion is about whether central banks in Africa should be concerned about inflation. I mean, those of us who live in this part of the world, have experienced what the cost to very high inflation is. If you've been to Ghana in the 1970s, early 1980s, we were grappling with very high inflation rates. We saw very high instability in the currency, and I think that the discussion should be focused on looking at the cost of this sort of instability and how to equip central banks to prevent instability. We have seen financial systems disintegrate, savings lost, pension systems break up, all because of the sort of instability that is associated with very high inflation. So, I think that one has to look at it in terms of the cost of instability. What are the cost of instability ? That would explain why central bank focus on inflation rates.

The second issue that he mentioned in his presentation is on whether interest rates channel works in countries like ours and whether the exchange rate channel also works. But what about the expectations channel ? We have seen cases of inflation targeting where agents are so well anchored in terms of the expectations of inflation, that shocks to the framework does not result in the sort of second round, third round, f type of changes in main prices. So, I think that, this is where we should be looking at how do we improve agents expectations through the inflation targeting framework, and thereby improve the credibility of central banks in delivering their primary mandate.

My principal question actually is to Professor POLLIN on the issue of credibility and flexibility and how to reconcile that. I'm not quite sure whether those two can easily be reconciled. How flexible can you be if you are not achieving your inflation target ? For example, if you are a central bank that is experiencing a disinflation process towards the target and you abandon the target and offer reasons why you do not think that the time horizon or the target that you have set for yourself would

be met, obviously that would have implications for the credibility of the bank. One could also look at it in another way. Assuming you are a central bank that is moving away from your target, how do you then become flexible in an environment in which you are moving away from targets that you have set to yourself. So, I am not sure, this concept of credibility and flexibility, and how well you can reconcile those two. Thank you very much Mister Chairman.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Monsieur NORD.

Roger NORD

Merci beaucoup. Je me limiterais à trois petites remarques dont certaines ont déjà été faites. D'abord, concernant le coût de l'inflation, je pense que son impact sur la pauvreté n'a pas été suffisamment discuté dans les présentations. Beaucoup d'études montrent que les couches les plus pauvres sont toujours les plus affectées par une inflation importante, ce qui constitue un argument additionnel pour combattre l'inflation dans les pays en développement. A notre ami Jeff Sachs, je dirais simplement, regardez ce que font les pays partout dans le monde, y compris en Afrique. Je dirais qu'il n'y a pas de « revealed preference » pour un taux d'inflation de 10%, surtout pas de 20%. Regardez ce que font les banques centrales en Afrique, aussi bien qu'ailleurs, elles cherchent à maîtriser l'inflation dans un domaine de « single-digit ». On peut argumenter pour montrer qu'un taux de 3%, 5% ou 7% est optimal, mais au-delà, je ne vois pas de banque centrale qui prend l'argument qu'il faudrait avoir une inflation beaucoup plus élevée.

Enfin, le Professeur POLLIN a soulevé la question de la coopération internationale et l'on se demande si le fait de cibler l'inflation rend moins nécessaire cette coopération internationale. J'aborderais la question autrement, en disant que dans un monde où tout est beaucoup plus interconnecté, la coopération internationale est davantage plus importante et le régime monétaire ne joue pas un rôle primordial pour répondre à cette question. Je vous remercie.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Merci.

Je remercie beaucoup le présentateur. Je reviens sur la question du ciblage de l'inflation, en particulier dans les pays de la Zone franc. Le secteur informel est très important dans ces pays et un intervenant vient de dire que l'inflation peut être considérée comme une façon de taxer ce secteur. Alors, je me demande si la cible de 3%, retenue dans les pays de l'UEMOA est réaliste.

Ma deuxième question est relative au dilemme lié au traitement des chocs d'offre que le Professeur POLLIN a soulevé. Si je me rappelle bien, au cours des années 70, avec les premiers chocs pétroliers, les pays développés ont été confrontés à ce problème, notamment lorsque les banques centrales ont essayé de réagir par des politiques monétaires non expansionnistes. Le résultat a été un

déplacement, vers la gauche, aussi bien de la courbe d'offre que de la courbe de demande, ce qui a engendré une réduction de l'activité économique.

Je me demande alors, Professeur, ce qu'il faudrait conseiller aux pays de l'UEMOA face à la situation actuelle où le choc provient de l'extérieur. C'est un choc d'offre qui a des impacts sur les prix des produits importés, d'autant que vous dites que la globalisation ne peut pas freiner l'inflation. C'est un avis que je partage, et j'ajouterais que la globalisation contribue plutôt à la transmission de l'inflation. Merci beaucoup.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Une dernière question Monsieur NORMANDIN.

Michel NORMANDIN

D'abord, je suis sensible à l'idée de discuter du ciblage d'inflation en tenant compte du contexte actuel. Ce contexte c'est, entre autres, un régime de change fixe. Or en théorie, on nous dit que pour adopter un régime de ciblage d'inflation, il est nécessaire d'avoir un taux de change qui s'ajuste. Bien sûr, c'est ce que nous dit la théorie de base. De façon plus contextuelle, je pense qu'il faut aussi considérer certains aspects, notamment le fait que, pour les pays en développement, le taux de report, c'est ma traduction libre de l'expression anglaise « exchange rate past through », est beaucoup plus élevé. Ainsi, des chocs extérieurs, qui impliquent des variations du taux de change, auront beaucoup plus de répercussions sur les prix et engendreront d'avantage de variabilité de l'inflation. Ces théories de base sont moins appropriées, car la volatilité du taux de change aura un effet sur le ciblage d'inflation.

Un autre aspect qu'il me semble important de souligner est que plusieurs actifs sont libellés en devises étrangères. Les fluctuations du taux de change pourraient engendrer des effets de richesse, dont les impacts sur les décisions de consommation et d'investissement pourraient sérieusement affecter la demande globale. Encore une fois, je pense que pour réussir un bon ciblage de l'inflation, il faut également, avoir un œil sur le taux de change.

Merci.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Alors la dernière, Monsieur.

Adama DIEYE

Merci Monsieur le Président. J'avais juste besoin d'éclaircissements sur un des points de la conclusion du présentateur. Qu'est-ce qu'il met dans politique budgétaire compatible ? Compatible par rapport à quoi ? Par rapport à la politique monétaire ou par rapport aux objectifs de ciblage d'inflation ?

Deuxième question : est-il toujours pertinent de parler d'inflation sous-jacente dans un contexte de mondialisation où les chocs sont à la fois de plus en plus variés et rapprochés ?

Enfin, pour terminer, le présentateur parle, dans la conclusion de son papier, de politique monétaire et de politique budgétaire raisonnables. Qu'est-ce que cela signifie-t-il ? Plus précisément, que met-il dans « raisonnable » ? Vous parlez également de coordination entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Comment définissez-vous cette coordination ? Qui va en fixer les règles ? Qui va garantir l'applicabilité et le respect de ces règles ? Voilà les quelques interrogations que j'avais. Je vous remercie.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Merci. Si la dernière question est très brève oui.

Intervenant

Merci, Monsieur le Président. Quelqu'un, parmi les précédents intervenants, a parlé de l'importance du contexte des pays de la Zone franc, en particulier de ceux de l'UEMOA. Je voudrais revenir là-dessus pour demander au Professeur POLLIN s'il peut s'étendre beaucoup plus en détail sur la relation qu'il établit dans son papier, aux pages 7 et 8, entre l'inflation et l'ancrage nominal de la monnaie d'un pays en développement ou émergent à celle d'un pays plus développé ayant de meilleures performances. Cela me paraît important, d'autant qu'il utilise deux adjectifs pas neutres, vertueux et stabilisant, en disant : « c'est vertueux, c'est stabilisant d'avoir un ancrage nominal entre la devise ou la monnaie d'un pays en développement et/ou un pays émergent et un autre pays plus développé ayant de meilleures performances en matière d'inflation ». Merci.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Merci. Avant de donner la parole aux intervenants, Madame BENASSY-QUERE a posé une question qui s'adresse plus directement à la BCEAO. Quelqu'un de la BCEAO voudrait-il répondre maintenant ou vous pensez qu'une réponse pourrait être apportée plus tard ?

Oui, Monsieur DEM.

Ismâïla DEM

Merci Monsieur le Président.

Pour répondre à la question de Madame BENASSY-QUERE, je dirais effectivement que du fait que nos économies sont duales, certains chercheurs pensent que l'inflation pourrait être une solution pour taxer le secteur informel qui, par ailleurs, est difficile à maîtriser par l'administration fiscale. A mon avis, il faut faire attention avec de tels arguments. C'est une solution qui peut être trompeuse car, comme on l'a dit tout à l'heure, c'est dans ce secteur informel que l'on trouve les couches de population

les plus vulnérables. Par conséquent, vouloir les taxer avec un surcroît d'inflation pourrait dans une seconde étape les pénaliser beaucoup plus.

C'est vrai que l'on peut calculer quel est le taux d'inflation « optimal » qui pourrait taxer ce secteur tout en essayant de garder un peu l'aspect social dont on a parlé, mais a priori, c'est une solution qui a des effets négatifs qui nous paraissent évidents. Nous ne pensons pas du tout, à la Banque Centrale, que l'inflation peut être une solution pour taxer le secteur informel. Nous partageons l'avis de Monsieur NORD, quand il dit que personne ne pense laisser filer l'inflation pour pouvoir résoudre quelques problèmes structurels. Je vous remercie.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Merci Monsieur DEM.

Je vais donner la parole aux intervenants. Jean-Paul, tu as un petit peu de travail, je crois.

Jean-Paul POLLIN

Tu me donnes combien de temps, une heure, une heure et demi ?

D'abord, merci pour toutes ces questions. Merci en particulier aux deux discutants qui ont fait des remarques vraiment intéressantes. Ils ont posé un ensemble de questions qui mériteraient des réponses très longues que je ne suis malheureusement pas en mesure de faire, compte tenu du temps imparti.

D'abord, nos deux discutants ont évoqué la question du taux optimal d'inflation. C'est une question qui a également été évoquée par Agnès et à laquelle la Banque Centrale vient de donner une réponse. Je n'ai pas entendu d'indication sur le niveau du taux optimal dans votre discours, mais à vrai dire ça ne m'étonne pas. Je ne m'y attendais pas, quoique vous avez un objectif indéniable. On peut discuter éternellement sur cette question, car il y a en effet des distorsions des deux côtés, ce qui fait qu'il est difficile de fixer ce taux. Il y a donc effectivement là, un autre dilemme et c'est tout ce que je peux en dire pour l'instant.

Il y avait aussi un ensemble de questions sur le lien entre les prix relatifs et l'inflation. C'est une question vraiment difficile. On voit bien que ce qui se passe aujourd'hui est effectivement un problème de prix relatifs. Mais, ce problème ne peut pas être considéré comme totalement indépendant de l'inflation elle-même, ne serait-ce que parce que ces évolutions des prix relatifs sont susceptibles d'engendrer des phénomènes de second tour. L'on se demande alors, face à cette modification des prix relatifs, s'il est réaliste de laisser filer l'inflation en se disant qu'elle va permettre des ajustements plus faciles, compte tenu des rigidités nominales. Face à un choc de prix relatifs, il doit y avoir un coût d'ajustement. Ce coût peut être plus ou moins élevé, selon le niveau de l'inflation. Je crois en effet qu'il ne peut pas y avoir d'indépendance entre les chocs de prix relatifs et l'inflation. La question est donc de savoir si la Banque Centrale a la possibilité de limiter les effets de ce choc, en particulier pour tenir compte de son incidence sur la pauvreté. Je ne suis pas convaincu par l'argument selon lequel l'inflation défavorise les plus démunis. Au fait, de quoi parle-t-on ?

Analytiquement, l'inflation défavorise tous les titulaires de revenus non indexés au profit des titulaires de revenus indexés. Est-ce que les plus démunis sont les titulaires de revenus non indexés ? Je n'en sais rien. Je ne sais pas répondre à cette question et je ne connais pas de réponse précise. Quand on dit qu'elle défavorise les plus démunis, est-ce que cela veut dire que le choc que nous subissons aujourd'hui, va être plus douloureux pour ceux qui sont les plus démunis ? Je dirais que ça va être douloureux pour tout le monde, évidemment davantage pour ceux qui sont a priori les plus démunis. Quand vous n'avez pas de revenus conséquents et qu'en plus, vous êtes affectés par ce choc, vraisemblablement il sera plus douloureux pour vous que pour un autre qui a un peu plus de marges. Il ne faut donc pas confondre les deux choses.

Il y avait des questions sur la politique monétaire et les prix d'actifs, qui d'ailleurs englobent celles relatives au taux de change, car le taux de change peut a priori être considéré aussi comme un prix d'actif. Sur cette question, il se trouve que je n'ai pas vraiment de réponse nuancée. Je considère que les banques centrales, avec leurs instruments, que ce soit le contrôle du taux d'intérêt, de la masse ou de la base monétaire, ne peuvent pas poursuivre, en plus de leur objectif d'inflation et de stabilisation de l'activité économique, un objectif de lissage des prix d'actifs. Elles ne peuvent pas, en plus de leurs objectifs de régulation macroéconomique, intégrer dans leur fonction de réponse, les prix d'actifs. Je crois qu'il faut séparer les objectifs, non pas pour un simple problème d'insuffisance des instruments par rapport aux objectifs, mais parce que ce qui relève des prix d'actifs doit être mis au compte de la régulation prudentielle. Si la régulation prudentielle fonctionne bien, la question des dérivés d'actifs ne devrait pas se poser. Si la régulation prudentielle avait bien fonctionné, le problème des « subprimes » ne se serait pas posé.

Ce à quoi on a assisté avec la crise financière récente, c'est un problème d'inefficacité, de faillite du système de régulation prudentielle, en particulier des accords de Bâle. Je ne suis pas du tout de ceux qui pensent que Monsieur Greenspan a failli dans sa régulation de l'économie américaine ou qu'il a été trop laxiste. En tout cas pas pour cette question. Je voudrais quand même rappeler que lorsque Monsieur Greenspan a laissé ses taux d'intérêt inchangés à des niveaux très faibles, au début des années 2000, tous les économistes que je connaissais, et en particulier le petit club que Christian et Agnès connaissent bien, se demandaient pourquoi. A l'époque, le problème qui se posait était celui de la déflation, et donc dans l'ambiance générale, Monsieur Greenspan répondait à cette question. C'est pour dire qu'il y avait un conflit d'objectifs entre la régulation macroéconomique et le problème de l'évolution des prix d'actifs. Les prix d'actifs relèvent de la régulation prudentielle et les objectifs macro relèvent de la régulation macroéconomique, voire la régulation monétaire.

Concernant les taux de change, l'on se demandait s'il était vraiment important pour les pays émergents et en développement. En effet, le taux de change peut avoir une incidence sur le taux d'inflation. Il ne doit pas être un objectif de la banque centrale, mais plutôt lui servir comme indicateur avancé de l'inflation. L'on se demande également, toujours concernant le taux de change, s'il ne doit être considéré comme un objectif en soi de la politique monétaire et, à ce titre, être intégré dans la fonction de perte de la banque centrale. Je connais bien tous les arguments qui ont été évoqués pour dire que l'incidence du taux de change est plus grande dans les pays en développement, mais je voudrais préciser que son influence est plus grande parce qu'il affecte plus lourdement la stabilité du système bancaire et financier, auquel cas on retourne à la question de la

régulation prudentielle. Si certains pays, parmi ceux qui ont connu une de ces crises de troisième génération, avaient effectué un contrôle prudentiel sérieux de leur système bancaire, leur économie n'aurait pas été prise dans la crise en question.

La question sur la globalisation et l'inflation est évidemment importante. Je n'extrapole pas du tout lorsque j'analyse ce qui se passe au niveau des prix des matières premières aujourd'hui. Je suis plutôt du côté de ceux qui pensent qu'il y a une part non négligeable de spéculation et que les fondamentaux du prix du pétrole ou du prix des matières premières sont probablement éloignés des prix actuels. En plus clair, ce que je voulais dire, c'est que ce qui se passe aujourd'hui montre bien qu'il n'y a pas de relation entre globalisation et inflation et que les arguments qui ont été invoqués et repris par Christian, notamment que la concurrence et les gains de productivité allaient faire disparaître l'inflation, ne sont pas vérifiés. Je pense que les gains de productivité permettent juste de réduire les prix, à un moment donné, tandis que le développement de la concurrence contribue à faire baisser les marges. C'est « one shot ». Après, on peut imaginer que ça se prolonge par coups successifs, mais ce n'est pas de nature à jouer sur l'évolution des prix, sauf à dire que ces différents « shots » vont effectivement se produire régulièrement dans le temps, ce que je ne crois pas. Au contraire, on a aujourd'hui un certain nombre d'indications qui montrent qu'il y a dans les pays d'Asie du Sud-Est, par exemple, une inflation salariale qui devrait réduire ces avantages à l'avenir.

On m'a également interrogé sur ce que j'entendais par politique budgétaire compatible. Eh bien, c'est simplement une politique qui n'oblige pas la banque centrale à monétiser la dette publique. En effet, si la possibilité existait, cela laisserait croire aux individus qu'à un moment ou un autre la dette publique sera effectivement monétisée, ce qui détruirait évidemment l'ancrage nominal. Je ne voulais rien dire d'autre.

Enfin, concernant l'ancrage au taux de change, ce que j'ai voulu dire c'est que si j'accroche ma monnaie à un pays qui est très crédible, par exemple dans le cadre des caisses d'émission (currency board), les agents économiques anticiperont que mon inflation ne sera pas très différente de celle du pays ancre. Ainsi, j'importe la crédibilité de l'autre pays.

C'est sûr que je n'ai pas répondu à toutes les questions, mais on aura certainement la possibilité de le faire à un autre moment, peut-être dans une autre session. Merci.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Four minutes.

Edward BUFFIE

Ok.

I feel that, in trying to play devil's advocate, I've been a bit misunderstood. I certainly agree with aiming for single-digit inflation. I can understand that Ghanaians don't want to go back to the inflation rates that prevailed between 2000 and 2002. I've just wanted to use the British debating tradition, of first arguing the side you prefer and then arguing the other side, in trying to give you a little bit more ammunition with which to confront the argument of the other side.

Now, Ernest asked about the channel I didn't choose to talk about, in connection with inflation targeting, the expectation channel. That is the central case for inflation targeting in accountable central bank that follows a transparent policy rule, can manage expectations effectively and improve the trade-off between inflation and output. When I was raising questions about inflation targeting, I wasn't in disagreement with the notion that we want to aim for inflation targeting in less developed countries. I was raising doubts about whether we have good analytical frameworks right now for developing the right policy rule and evaluating the trade-off associated with the policy rule. So specifically, in connection with your question about managing inflation expectations, that presumes that the credibility problem is solved. Well, have less developed countries solved their credibility problems ? I don't think we already know yet, because inflation targeting has not been subject to a tough test yet, it's in the process of facing a tough test. But when a country goes through a big shock, if it lacks fiscal flexibility, what does that imply about credibility ? What, if there are limits to how much and how fast fiscal authorities can cut spending, given the inflation targeting rule that central bank is following ? What if there are limits are the government resorts to debt sale ? What, if there are limits to how much debt can be sold to smooth the path to fiscal adjustment ? What, if the attempts to sell debt equal to 3-4% of GDP and then securities markets thrives interest rate toward the roof ? Is IT credible in those circumstances ? We just don't have good frameworks for thinking about this and evaluating the trade-offs.

The example of a country struggling with credibility problem and with maintaining credibility criterias is Turkey right now. I believe, the government ordered central bank to substantially increase its inflation target. Well, Turkey hasn't been following inflation targeting all that long and in all that, it departed substantially from it is. That bring to enhance credibility, inflation targeting in Turkey. Would Turkey have done better to employ a more flexible framework, what some people call inflation targeting light and to move kind of slowly in the direction of inflation targeting ? We often say : "well this is art, not science. Inflation targeting is a way of thinking about policy". Well, what exactly does that imply for the conduct of policy ? I'd like to have answers in order to note some bullets level.

Jean-Pierre PATAT

Président de séance

Merci beaucoup à tous.

SOUS-THEME 1

REFLEXIONS ET ANALYSES SUR LE CADRE OPERATIONNEL DE LA POLITIQUE MONETAIRE

**CIBLAGE D'INFLATION ET DEFINITION
D'OBJECTIFS INTERMEDIAIRES :
QUELS CRITERES DE CHOIX POUR LES
ECONOMIES EN DEVELOPPEMENT ?**

Ismaila DEM

Mesdames et Messieurs, nous allons reprendre nos travaux avec le sous-thème 1 intitulé « Réflexion et analyse sur le cadre opérationnel de la politique monétaire ». Le Président de cette séance est le Professeur Aké N'GBO, de l'Université de Cocody. La première communication de ce sous-thème sera présentée par le Professeur Pierre-Richard AGENOR, de l'Université de Manchester. Elle porte sur le thème : « Ciblage d'inflation et définition d'objectifs intermédiaires : quels critères de choix pour les économies en développement ? » Sa communication sera commentée par le Professeur Panicos DEMETRIADES, de l'Université de Leicester. Je vous remercie.

Aké N'GBO

Président de séance

Merci Monsieur le Directeur de la Recherche. Monsieur le Gouverneur, avec votre permission nous allons poursuivre nos travaux avec la communication qui sera présentée par le Professeur Pierre-Richard AGENOR, de l'Université de Manchester. Je crois que nous avons perdu un peu de temps que nous allons devoir rattraper. Sans plus tarder donc, je laisse la parole au Professeur AGENOR, pour une vingtaine de minutes. Merci.

Pierre-Richard AGENOR

Merci Monsieur le Président. L'avantage ou l'inconvénient d'avoir à faire une présentation juste avant le déjeuner, c'est que l'on fait face à une contrainte butoir. Je vais donc faire mon possible pour satisfaire les exigences à cet égard.

Le thème qu'on m'a demandé de traiter, « Ciblage d'inflation et définition d'objectifs monétaires : quels critères de choix pour les économies en développement ? », pourrait paraître prématuré, à certains égards, pour un certain nombre de pays à faible revenu. Prématuré pour toute une série de raisons : les contraintes liées au régime de change, le mécanisme de transmission de la politique monétaire qui n'est pas suffisamment sophistiqué, le faible développement des marchés financiers ou le manque de préparation des départements de recherche dans les banques centrales. Mais en même temps, il y a quand même un certain nombre d'enseignements à tirer des expériences actuelles.

D'abord, je vais rapidement examiner ce que l'on peut appeler les préférences révélées, c'est-à-dire les choix au cours des dernières années, en faveur du ciblage d'inflation. Vous voyez qu'actuellement, on a à peu près une trentaine de pays qui ont adopté ce régime. On a enregistré un bond très net après la crise asiatique, comme vous le voyez dans le graphique. En 2007, le Ghana a annoncé son intention de passer à un régime de ciblage, après le Nigeria et la Tunisie en 2006. Ce fut aussi le cas pour le Maroc, il y a quelques mois. Il se trouve que j'ai été, au cours des derniers mois, directement impliqué dans le processus de préparation de certains de ces pays, ce qui me permet d'utiliser cette expérience pour illustrer certains aspects de ma présentation.

La première chose qu'il faut garder à l'esprit, c'est que ces régimes ont été adoptés dans un environnement macroéconomique relativement stable. En tout cas, après la période de la crise asiatique. D'ailleurs, vous voyez que l'on utilise effectivement l'inflation ou la variabilité du taux de

change comme indicateurs de stabilité. Il est clair que par rapport au début des années 90, nous avons été jusqu'en 2006 dans un environnement relativement stable, où des efforts de stabilité ont été assez marqués dans beaucoup de pays. Mais en même temps, comme on l'a rappelé tout à l'heure, nous sommes maintenant dans un environnement assez différent où il y a des poussées inflationnistes internationales sérieuses et même si ces régimes semblent avoir fonctionné, ou avoir donné des résultats favorables au cours des dernières années, dans l'avenir ils vont être testés comme ils ne l'ont jamais été. Ils seront testés au cours des années à venir, parce qu'ils font face à des chocs d'offres, difficiles à gérer pour la politique monétaire, et dont certains aspects ont un caractère plus permanent que transitoire.

Par conséquent, il y a des enjeux importants pour la politique monétaire, en particulier pour les régimes de ciblage. Ceci pose un problème tout à fait particulier pour les pays qui vont éventuellement adopter ce type de régime. Tout simplement, parce que c'est difficile de mettre en place un régime de ciblage dans un contexte d'environnement international inflationniste. Pour ceux qui connaissent un petit peu l'expérience de la Turquie, vous vous souviendrez que ce pays a attendu un temps assez considérable avant de pouvoir initier ce genre de régime.

Je vais commencer par rappeler les difficultés posées par les objectifs intermédiaires.

Cette question soulève deux aspects. D'abord, la question des cibles d'agrégats monétaires. Le principe, je le rappelle rapidement, c'est le contrôle du taux de croissance d'un agrégat monétaire compatible avec un taux d'inflation faible. Ce régime repose, en fait, sur l'hypothèse d'une relation stable entre l'agrégat monétaire et les prix, c'est-à-dire l'existence d'une fonction de demande stable. Il y a un certain nombre de problèmes qui se sont révélés au cours du temps et lorsque l'on regarde la littérature empirique, il y a évidemment matière à controverse en termes de résultats. Lorsque l'on regarde cette littérature, il y a deux choses qui ressortent. D'abord, la relation à court terme entre les agrégats monétaires et les prix est instable. De même, la relation à long terme, lorsqu'elle existe, est fragile. En fait, elle peut aller en sens inverse, c'est-à-dire des prix vers la monnaie. Les raisons de cette instabilité à court terme sont diverses. Dans certains pays, c'est le développement du secteur financier. Dans d'autres, c'est des phases de désinflation qui conduisent à une instabilité des anticipations. Mais, le point important c'est que, quelle que soit la cause initiale de cette instabilité, elle rend difficile l'utilisation d'un agrégat monétaire intermédiaire pour prévoir l'évolution future des prix et ça, je vous le rappelle, c'est un argument qui a été utilisé dans plusieurs pays industrialisés pour justifier le passage au ciblage. C'est le cas du Canada, par exemple.

Dans d'autres pays en développement, l'instabilité de la relation pose également un problème grave et je prendrais l'exemple de la Tunisie pour l'illustrer. Voici un graphique qui montre l'évolution du taux de croissance de la masse monétaire M3 et du taux d'inflation. Eh bien, vous voyez que la corrélation n'est pas très bonne et c'est le moins que l'on puisse dire. On pourrait penser que c'est dû au fait qu'en Tunisie, près du tiers des prix retenus dans l'indice des coûts de la vie sont contrôlés. Hélas, même en excluant ces coûts contrôlés, la relation n'est pas meilleure. Pour le Maroc également, on avait des résultats assez similaires. Il y a donc, essentiellement, un problème d'instabilité de la relation entre objectifs monétaires ou agrégats monétaires et inflation, qui a poussé ces pays à redéfinir leur cadre de politique monétaire.

Concernant l'objectif de change, je ne vais pas rappeler la motivation de ce rattachement, puisqu'on l'a évoquée tout à l'heure, le point important c'est de remarquer que beaucoup de pays

qui sont en train de considérer un changement dans leur régime de politique monétaire, le font dans le contexte d'une ouverture de leur compte capital. L'ouverture du compte capital, dans la mesure où elle s'accompagne d'une forte mobilité des capitaux à court terme, est susceptible de fragiliser les régimes de taux de change fixes conventionnels. C'est l'expérience que nous avons connue ces dernières années avec les crises financières. Mais l'argument, pour des pays comme le Maroc et la Tunisie, c'est effectivement que la plus grande flexibilité du taux de change est motivée par la libéralisation du compte capital et est perçue en même temps comme un outil de gestion monétaire. La flexibilité permet d'absorber les chocs externes et d'éviter que la volatilité des flux de capitaux ne conduise à l'instabilité financière. Bien entendu, à partir du moment où on abandonne l'ancre nominal que représente le taux de change, la question du choix du nouvel ancre se pose.

Laissez-moi vous rappeler, très brièvement, il y aura apparemment plus tard une autre session sur les politiques de ciblage et leurs bénéfices, les trois principes de ce régime. D'abord, c'est que le régime de ciblage d'inflation fait de l'inflation faible l'objectif direct et primordial de la politique monétaire. Deuxièmement, il y a annonce d'une cible d'inflation sous forme d'une fourchette ou d'une valeur ponctuelle. Troisièmement, le ciblage conduit la banque centrale à adopter une règle d'intervention préemptive.

Il est clair que certains de ces attributs, notamment le troisième, n'est pas spécifique à un régime de ciblage d'inflation. Mais, le point qui ressort de ceci, c'est qu'en principe, dans un régime de ciblage, la cible est la prévision d'inflation. Il n'y a pas de rôle explicite accordé à un agrégat, ni aux agrégats monétaires ni au taux de change. On sait évidemment que dans la pratique, les banques centrales ont gardé, la plupart des cas, un niveau de prix objectif ou une bande implicite. Les études récentes montrent très bien une très forte intervention, la stérilisation par exemple. Tout cela reflète ce que l'on a appelé, la peur du flottement qui est liée, encore une fois, à toutes sortes de raisons, notamment l'importance de l'effet de « pass through », la volatilité du taux de change réel et son impact sur le commerce extérieur, la dollarisation et les effets de richesse ou de bilan.

Le point qu'il faut donc évoquer ici, c'est qu'en principe il n'y a effectivement pas d'objectifs explicites d'agrégats monétaires. Néanmoins, faut-il pour autant abandonner le suivi des agrégats monétaires ? La réponse à mon sens est non. La raison étant que les agrégats monétaires continuent à jouer un rôle primordial dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire dans les pays en développement. Je veux identifier ici deux canaux importants. D'abord celui du crédit bancaire, non seulement au niveau de la demande globale, mais aussi au niveau de l'offre. Ensuite, les effets d'encaisses réelles ou les effets de richesse de manière plus générale et leur impact sur la demande globale.

En ce qui concerne le crédit bancaire, ce que l'on constate dans beaucoup de pays en développement, c'est qu'une part importante de ces crédits sert à financer les besoins à court terme, c'est-à-dire les besoins en fonds de roulement. Voici un graphique qui vous donne une idée de la situation au Maroc, où plus de 40% des crédits bancaires continuent à être des crédits à court terme, servant donc à financer les besoins en fonds de roulement des entreprises. Eh bien, la conséquence, c'est qu'il y a un lien direct entre le marché du crédit et le secteur d'offre de l'économie. Ce lien est très important et il faut le prendre en compte. Cela veut dire quoi ? Cela veut dire qu'une politique monétaire restrictive aura un impact rapide sur les coûts de production et l'activité économique. Je signale que ce canal du coût du crédit, qui est primordial dans les

mécanismes de transmission des pays en développement, a été également reconnu dans un certain nombre d'études récentes pour les pays industrialisés.

L'autre caractéristique des prêts bancaires, c'est qu'en général, ils sont fortement « collatéralisés » dans les pays en développement. Vous le voyez par exemple dans ce graphique fait sur la base des estimations de la Banque Mondiale, qui vous donne le ratio du collatéral par rapport aux prêts. Vous voyez que dans beaucoup de pays, ce ratio excède 100%. Vous voyez également, dans la colonne claire, qu'il est de 150% à peu près pour le cas du Sénégal, et pour le Maroc on dépasse 200%. Les raisons de ce fort taux de collatéral sont liées à toute une série de raisons, notamment les imperfections du marché du crédit et les défaillances du système judiciaire qui font qu'il est souvent difficile, pour les prêteurs, de saisir les garanties, même lorsqu'elles existent. D'une certaine manière, un collatéral de 200% peut refléter l'estimation d'un collatéral effectif de 100% seulement. Les coûts de saisie du collatéral sont donc importants, mais ce qu'il faut garder à l'esprit, c'est que le collatéral va affecter la prime de risque et la compréhension du mécanisme par lequel cette prime de risque est déterminée est fondamentale. Pourquoi ? Parce que ceci est à la base des mécanismes d'accélérateur financier, puisque les fluctuations des prix d'actifs induites par la politique monétaire vont avoir un effet supplémentaire sur les taux d'intérêt à travers les fluctuations de la valeur du collatéral.

Le deuxième point important dans ce mécanisme de transmission qui justifie le suivi des agrégats monétaires, c'est que, d'après l'expérience que j'ai eue dans les pays avec lesquels j'ai travaillé récemment, l'on observe parfois des effets d'encaisses réelles assez significatifs. La raison fondamentale en est que même dans les pays à moyens revenus, le menu d'actifs reste relativement peu diversifié. Cela veut dire qu'on a des effets potentiels importants sur les dépenses de consommation, donc, un effet d'encaisses réelles direct, pourrait-on dire. On peut également avoir des effets de richesse plus larges, tout simplement parce que ces encaisses liquides peuvent affecter les prix des actifs. Par exemple, comme on l'a rappelé tout à l'heure, les prix de l'immobilier. Il suffit de regarder un petit peu les booms au niveau des prix d'actifs dans les pays à moyen revenu et on comprendra que ces effets ont un impact potentiellement important sur le suivi de la conjoncture et éventuellement sur les choix de politique monétaire. Il faut noter sur cet effet d'encaisses réelles, que les études ont montré une relation entre le money gap, interprété comme encaisse liquide non désirée, et l'inflation, mais je dois dire qu'il n'y a pas d'étude systématique sur les pays en développement à ce stade. Il faut donc se garder de tout jugement prématuré.

Alors, quelles sont les implications de ce constat ? Il y en a deux à mon sens. D'abord, même si on n'adopte pas d'objectifs explicites dans un régime de ciblage d'inflation, il faut assurer le suivi des agrégats monétaires. Je crois qu'il faut d'abord se préoccuper de la notion d'encaisses liquides excédentaires et de leur mesure. Bien entendu, ceci pose toute une série de problèmes économétriques et pratiques, mais il s'agit bien d'un indicateur potentiel d'impact inflationniste, soit direct, soit à travers le prix des actifs, notamment le prix des actifs immobiliers.

La seconde variable à suivre, c'est le crédit au secteur privé et surtout sa composition. Il faut faire une distinction de principe entre le crédit à court terme aux entreprises, qui sert surtout à financer l'activité et les besoins en fonds de roulement, du crédit à moyen et long terme des entreprises et du crédit aux ménages, qui ont surtout un impact sur la demande globale. Cette distinction est importante car, lorsque l'on regarde l'évolution des agrégats de crédit, on établit très vite un constat

intéressant. On constate que les périodes anormales, les périodes de crises financières, sont très souvent précédées par un boom du crédit. Néanmoins, dans une période normale, l'indicateur de crédit est traité avec prudence. Pourquoi ? Parce que les effets d'offre et les effets de demande du crédit jouent en sens inverses. Dans un cas, ça a plus tendance à faire baisser les prix, tandis que dans un autre, il aura plutôt tendance à augmenter les prix. Donc, a priori, dans une période normale, il n'y a pas de relation stable entre le crédit et les prix.

Le problème que l'on rencontre en pratique, bien évidemment, c'est la fongibilité des ressources. Dire que le crédit aux entreprises, le crédit à court terme, a tendance surtout à avoir un effet déflationniste n'est pas nécessairement vérifié, puisque la fongibilité des ressources fait qu'une disponibilité plus grande du crédit à court terme permet aux entreprises, tout simplement, d'utiliser une partie plus grande de leurs fonds propres pour financer leurs investissements et par conséquent affecter la demande globale. Par conséquent, dire quelle est la formulation adéquate des agrégats de crédit à suivre dans le cadre d'une politique de ciblage, reste, à mon avis, une question à régler.

La deuxième implication importante, c'est, à mon sens, qu'il faut développer, pour les pays en développement, des modèles appropriés dans lesquels les mécanismes de transmission reflètent les caractéristiques financières de ces pays. A ce niveau, on ne peut qu'être, malheureusement, d'une certaine manière déçu du manque de recherche et du manque de progrès dans ce domaine. Dans beaucoup de modèles standards utilisés dans les pays développés, on constate que la monnaie et le crédit ne jouent aucun rôle. Si on regarde les modèles DSGE, par exemple, on a toute une série de catégories de modèles qui sont un peu des variantes du type courbe de Philips augmentée en économie ouverte. Ce sont des modèles initialement développés par la Banque d'Angleterre que l'on retrouve dans une large mesure un petit peu partout. Ce sont des modèles que j'ai personnellement vus à l'œuvre dans des pays d'Amérique Latine, d'Asie ou d'Afrique. Eh bien, pour moi, c'est ce que l'on appelle un mimétisme institutionnel. Il n'y a absolument aucune réflexion sur le caractère approprié ou pas des hypothèses sous-jacentes de ces modèles. Il est clair aussi, qu'il y a un grand nombre d'économistes dans les pays industrialisés qui critiquent ce genre de modèles. Lorsque l'on regarde une littérature plus récente, je vous donne quelques références ici, dans ces modèles on prend en compte, de manière beaucoup plus sérieuse, le rôle des agrégats monétaires. Mais, pour des pays en développement, il y a un effort important à faire pour continuer cette réflexion et là l'enjeu est de taille. L'enjeu est de taille, parce que les risques d'erreurs en matière de politique monétaire sont graves. Une bonne compréhension des mécanismes de transmission est donc une étape essentielle dans la mise en œuvre des régimes de politique monétaire, pas seulement pour un régime de ciblage, mais pour n'importe quel régime.

Laissez-moi vous donner quelques exemples. Le premier exemple c'est le traitement de la prime de risque. Lorsque l'on regarde les modèles actuels, même ceux qui prennent en compte le marché du crédit et son rôle aussi bien au niveau de l'offre que de la demande, le traitement de la prime de risque est déficient à bien des égards. Il faut se préoccuper non seulement du rôle du capital, mais aussi du rôle de la terre surtout dans les pays en développement. Lorsque l'on regarde les crédits aux moyennes entreprises dans les pays en développement, ce qui frappe c'est que la plupart du temps, le seul collatéral disponible est l'actif immobilier propre à l'emprunteur. Donc, le suivi du prix des actifs est crucial, non seulement à cause de ses effets sur la demande que j'évoquais tout à l'heure, mais également en raison des fluctuations de la valeur du collatéral et de la prime de risque.

Deuxième exemple, l'hypothèse de séparabilité entre les actifs monétaires et la consommation. C'est évidemment une question technique et beaucoup de modèles DSGE utilisent ces genres d'hypothèses, pour simplement escamoter le rôle des agrégats monétaires. On se retrouve ainsi à faire de la politique monétaire sans monnaie. Lorsque l'on regarde l'évidence empirique, la conclusion que l'on peut tirer, c'est que cette hypothèse de séparabilité n'est pas toujours vérifiée. Lorsque l'on intègre l'hypothèse de non séparabilité dans les modèles, les agrégats monétaires retrouvent un rôle. Il faut donc réfléchir à nouveau un petit peu sur les modèles simples. Mais attention, simplifier ne veut pas dire caricaturer. Je crois que c'est important de le garder à l'esprit.

Troisième exemple, l'hypothèse de mobilité parfaite des capitaux. Toute évidence empirique pour les pays en développement montre que cette hypothèse est loin d'être parfaite. Mais, l'adoption de l'hypothèse de mobilité imparfaite a des implications très claires pour les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Pour être un petit peu optimiste, je suis moi-même engagé, avec mon collègue Peter MONTIEL, dans une réflexion sur des modèles plus appropriés pour les pays en développement. Nous avons toute une série d'articles, qui apparemment ne sont pas bien connus dans la salle, mais que je vous signale, qui portent sur une redéfinition d'un cadre de politique monétaire approprié pour les pays en développement. Voici un des articles qui va sortir en anglais incessamment. Il y a même d'ailleurs, chose assez rare pour moi, un article en français qui va apparaître dans la revue économique, je pense, dans quelques mois.

Alors que font ces modèles ? C'est évidemment un peu de publicité, mais c'est bon de savoir ce qu'ils font. Eh bien, c'est remettre au centre du mécanisme de transmission le marché du crédit, en tenant compte à la fois des effets sur les secteurs d'offre et sur les secteurs de demande, mais également en prenant en compte des phénomènes comme le rôle de la terre comme collatéral. Les modèles qui sont présentés dans ces papiers sont statiques, mais des modèles beaucoup plus sophistiqués, dynamiques dans le comportement d'optimisation, en quelque sorte tout le « houp là » un peu académique, sont en cours d'élaboration. C'est vous dire, au bout du compte, que l'on peut très bien faire ce travail de manière rigoureuse tout en prenant en compte des caractéristiques fondamentales des pays en développement. Merci.

Aké N'GBO

Président de séance

Merci Professeur AGENOR pour votre exposé. Sans tarder, je vais passer la parole au deuxième commentateur, puisque le premier n'est pas là. Je pense que la cible n'a pas été atteinte. Professeur DEMETRIADES, vous avez la parole.

Panicos DEMETRIADES

I am Panicos DEMETRIADES from the University of Leicester, which is actually not in Birmingham. It's near Birmingham, but not in Birmingham. I have several disadvantages here. First of all, let me thank you for inviting me here. It's a great pleasure to be in your country. I'm very interested in Africa, and I'm about to start a research project on African financial development, funded by the Economic and Social Research Council, that funds most of my research.

Now, one of my obvious disadvantage is, I don't speak French. I remember I did try very hard. I just speak Greek, but I will spare you that. I have a similar story as in the previous discussion why I don't speak French, but I'm not going to bore you with that. My other disadvantage is that I didn't have Richard's presentation until yesterday on the plane. Of course, it was in French. I was previously sent a paper though, upon which my presentation is going to be based. It's in fact the monetary policy analysis in a small, open, credit-based economy. So I prepared my comments on the basis of that. I think it's a good paper, that all of us should read. It's a very nice paper, and in fact Richard mentioned a little bit about the paper towards the end of his presentation. So I'll try to do more justice to it, and give you a few more details. So what he has in that paper is, it's a macroeconomic theoretical framework, in which they are analysing monetary policy. It's not an open economy setting, and they are assuming there are no securities market. They are assuming that bank credit is the only source of external finance. And the central feature of that is the link between the bank lending rate and the firms net worth. Other features are that the central bank sets the refinance rate and will provide unlimited liquidity at that rate to the banks that want it. That model is used to study effects of changes in the refinance rate, and both the fixed and the flexible exchange rate regimes. There is a very rich setting of various extensions of our discussed to the income effects, land as collateral, dollarization, etc. It's a very rich paper, it is a very nice paper, and I did enjoy reading it. I think the main strength of that paper is that it's trying to do something that is relevant for developing countries, and I don't think we have enough of that. In fact, Richard is one of those very few in the world who care about that. Virtually all the models we have about monetary policy frameworks are about developed countries. I'm also a little sceptical when it comes to these various monetary policy frameworks being applied in a developing context. Richard did a very good job trying to apply monetary policy framework in a developing country context. He is departing from the standard models, by assuming there's no securities markets. They assume that they don't have a well-functioning set of financial markets. So they emphasize the banking system. I think that's entirely appropriate, because developing countries have to work mainly with banking systems. I see here a very important first step to capture the realities of developing countries. The macro modelling standard is very careful and does pay attention to bank balance sheets, and that I think is quite important because, even in a developed country context, there isn't enough that looks at the interrelationship between banks and macroeconomic factors, including monetary policy. I think there have been a shift in the last ten years, after the East Asian crisis, when we saw that, as the crisis unfold, monetary policy frameworks go to pieces. This is when the IMF itself starts worrying about these things, and we look more now at the interaction between what's going on in the banking system, the monetary policy and the macroeconomy in general. There is an attempt in this paper to capture credit market imperfections, and of course, as I mentioned earlier, numerous extensions and a rich set of results. So these are the major strengths. But then, because I was coming to Africa, I was interested in how relevant it is for Africa, especially for Sub-Saharan African countries. When the banking system itself is in the early stages of its development, are the assumptions of our paper appropriate? For example, in the model, all it takes to maintain the equilibrium between demand and supply of credit is a lending premium that takes into account the various default probabilities. So it's just, basically, you can deal with the problem through the price mechanism. You get a price for credit, it includes your risk premium and then that kind of, is all you need to worry about to solve the credit market imperfections. And that's partly because all lending is collateralised, banks are able to enforce collateral clauses subject to a cost. The market can solve this default and I'm just

asking the question (I am not an expert on Africa but I'm asking the question) : is this realistic for Sub-Saharan context ? It is also assumed that borrowers' effort increases with the amount of collateral. And again, how reasonable is this assumption when loan contract enforcement is weak ?

Maybe I read too much of the World Bank stuff in coming to this project, but also another limitation of this model, as it applies to a developing country context is that, outcome is considered to be exogenous. But there is an extension there, this ought to be endogenous. I would like to see that coming from a finance growth perspective, be more centrepiece in the model. Talking about developing countries the benchmark case output ought to be endogenous. Investment leads to higher output, investments depends on loans, I think that output needs to be endogenous in the benchmark case, otherwise we have a danger of central banks thinking that their effects do not have an effect on output. They just can focus the inflation side of things. I think in a developmental context, it is vital that monetary policy authorities take into account the effects of their policies, not only on inflation, but on output and growth rates. I think that is paramount. So that's another worry of mine, about inflation tackling in a developing country context. Does it really care enough about the developmental context ? Does it take into account all that ? Now, this is something I borrowed from the World Bank. It's an application " Making Finance Work for Africa ", that Patrick Honohan and others have developed at the World Bank. That just shows claims on private sector, which is the blue bits, and you can see that for East Asia and the Pacific, it's very high, Europe and Central Africa is very high, 80% of the banks balance sheets, the banks assets. For high income countries it is very high, Latin American and Caribbean is quite high also. Middle East and East Africa is getting a bit lower. South Asia is still high and then Sub-Saharan Africa is very low. What explains that, or at least what the World Bank says, is that basically banks are not lending enough. They're keeping a lot of liquid assets. So with that in mind, my comment was that the assumption that is made in the model, which is equation four in that model, which stipulates the banks balance sheets and basically says that, everything that is not required reserves is lend out to firms. But I think that's at odds, at least with sub-Saharan reality. What I think is, that model perhaps is very relevant for middle income developing countries, and probably Richard would not disagree with me, but perhaps not relevant for the Sub-Saharan context, in which banks hold a lot of excess reserves, a lot of liquidity. And that is because, they assume there is sufficient demand for collateralised lending at the risk adjusted rate, or collateralised borrowing I should say. So banks there provide an infinite supply of credit in the model, at a given interest rate, and they do that by borrowing from the central banks. That's what would drive the model, that is what makes the refinance rate have such powerful effects. It's because basically, there is a very thick credit channel there. But this is influenced by the central banks to the cost of borrowing, and that is then passed on to the borrowers. So that allows the refinance rate to tend to an equilibrium volume of credit, and also the cost of credit. That's again something else I am borrowing from the World Bank, which shows the liquidity of the banking system in African economies, that is kind of growing overtime, if anything. So the problem of liquidity is getting worst. I mean that's partly for me to introduce some of my own questions, if you like.

To conclude, I understand I am separating you from your lunch so I have to speed up. So the model itself that I've read, Richard's model, is very useful. Richard's analysis on monetary policy is appropriate for developing countries with developed banking systems, in which collateralised loan contracts can be enforced. I think it would be appropriate for middle income countries, for monetary policy that can have a powerful effect on the economy by the refinance rate which

affects the volume of credit. By assumption, the credit channel is quite thick. So when it comes to sub-Saharan context, I think central banks, if I may allow to preach for a minute, need to prioritise banking system development, partly in order to enhance monetary policy effectiveness. And of course, monetary policy, I think cannot afford to ignore the growth effects in a developmental context. I think we need a little more research to understand what holds back the development of Sub-Saharan African banking systems (in terms of lending to the private sector, etc). I think for this we need careful modelling of credit and deposit markets, that should take into account moral hazards, adverse selection, and the variability of loan contract enforcement. If you can deny those models with monetary policy framework, of course that will be highly desirable and will have something that's particularly relevant for Sub-Saharan African countries. As far as I know, at the moment, we don't have that. Now, this is some unashamed kind of self commercial break if you like. We are starting a new ESRC-funded project at Leicester, that's entitled : "The Political Economy of African Financial Development". We hope to come up with answers to some of the questions that I raised, that are particularly relevant for sub-Saharan countries. My co-investigators in this project are Svetlana Andrianova, Badi Baltazi, an econometrician from Syracuse who also holds a part-time appointment at Leicester, David Fielding who used to be my colleague at Leicester and who is now in New-Zealand. He'll be there next week. We're working on this as we speak. So we are actually interested in collaboration with African central banks and other researchers at all stages of this project. One of the comments we have received from the ESRC is : "Are you making any plans to disseminate this work in Africa ?" So, I say, we're opened to suggestions. Please contact us if you have any suggestions at all. We really want to have data sets, particularly data that apply to individual banks, in the type of lending they do, the branch network, the communities they try to reach, etc. So we would like to talk to you. Please feel free to e-mail me or talk to me in the break. With that, I'd like to finish my comments.

Aké N'GBO

Président de séance

Merci Professeur DEMETRIADES pour votre commentaire. Pour gagner du temps, je vais tout de suite laisser la parole au Professeur AGENOR pour des précisions qui nous éviteraient certaines questions.

Pierre-Richard AGENOR

Je n'ai pas de réponse à la page publicitaire de Panicos bien entendu, je ferai juste deux petites remarques. D'abord, il faut éviter que cette discussion tourne autour d'un article lui-même. C'est plutôt l'approche qui est importante, mais pas la question, par exemple, du caractère endogène ou exogène de la production. Il est vrai que dans l'un des articles que j'ai évoqués tout à l'heure, le modèle de base suppose que la production est exogène pour une raison bien simple, notamment que le mécanisme d'accélérateur financier dans le modèle ne nécessite pas d'endogénéiser la production. Mais, il ne faut pas confondre l'aspect pédagogique avec un choix délibéré de réduire l'importance de la production dans la discussion. D'ailleurs, l'article à paraître dans la revue économique commence d'emblée avec un modèle où la production est endogène.

La deuxième remarque, c'est que l'avantage de cette approche est qu'elle est très flexible. Je ne l'ai pas évoqué tout à l'heure, mais j'ai appliqué un modèle assez similaire à la question évidemment clé de la surliquidité dans la Zone. Quelle est l'efficacité des instruments de la politique monétaire en situation de surliquidité ? Eh bien, à ma connaissance, il y a très peu d'études analytiques qui ont cherché à traiter de ces questions et je ne sais pas si j'ai réussi ou pas, mais enfin il y a un article disponible pour ceux que ça intéresse.

A mon avis, le plus important, c'est de bien comprendre l'approche. Les modèles eux-mêmes, évidemment, il faut les adapter aux besoins de la région ou du pays. Il est vrai que l'hypothèse générale qui est que les marchés financiers sont suffisamment développés, pour que la banque centrale puisse mener une politique de taux d'intérêt flexibles, est fondamentale dans ces modèles sinon, bien évidemment, on n'a pas de politique monétaire. Voilà le problème qu'on a et qui pose toute la question du développement du marché financier. Je pose cette question parce que j'ai travaillé avec les banques centrales, aussi bien de la Tunisie que du Maroc, et il y a un parallèle très intéressant entre les deux. Le Maroc a un point d'avance, d'une certaine manière, dans la mesure où on a déjà des marchés à terme qui se développent, ou qui ont commencé à se développer, tandis que pour la Tunisie on a un problème de taille. Le marché ne se développe pas assez vite et cela pose toute la question de couverture à terme du risque de change, de la façon de le rendre flexible s'il n'y a pas d'opérations à terme au niveau du marché des changes etc. Il y a donc la question plus générale de l'importance du développement du système financier et il faut surtout garder à l'esprit que le système financier conditionne le choix des instruments de politique monétaire. Une fois qu'on a retenu ou reconnu ce principe général, le choix d'un modèle particulier relève de l'analyse des départements de recherche et des chercheurs. Merci.

Aké N'GBO

Président de séance

Nous allons laisser la parole à l'Assemblée. Tout à l'heure, nous avons commencé par la droite, comprenez que je commence par la gauche cette fois-ci.

Joseph Sourou ATTIN

Merci Monsieur le Président. Je voudrais tout simplement remercier les orateurs, dont les interventions m'ont permis de prendre conscience d'un certain nombre de choses que je croyais évidentes. Je voudrais tout simplement demander à AGENOR de nuancer un peu ses propos lorsqu'il dit que le boom de crédits précède la crise, étant donné que cela dépend de la destination du crédit. En fait, un boom de crédits affectés au potentiel productif garde-t-il le même habit, étant donné que c'est un facteur qui tend à accroître l'offre ? C'est la question que je voulais lui poser et je le remercie également pour nous avoir sorti de la camisole que l'on tend à coudre et à mettre à tout le monde, comme ce fut le cas de l'exposé de ce matin. C'est pour cela qu'on est arrivé à un moment où on dit que l'inflation était une mauvaise chose, mais également que l'absence d'inflation est tout aussi mauvaise. Au bout du compte, on n'a pas réussi à nous démontrer qu'il y avait un niveau optimal. Or, pour moi, ce niveau existe. On ne l'a pas trouvé, tout simplement parce que l'on n'a pas fait la nuance entre le degré d'évolution des pays. Merci Monsieur le Président.

Intervenant

Merci Monsieur le Président. J'ai juste une question pour le Professeur Panicos. Dans sa présentation, il s'est interrogé sur les facteurs qui empêchent le développement du système bancaire en Afrique au Sud du Sahara. Je crois qu'il a dit que son équipe et lui-même sont en train de réfléchir à ce problème, peut-être même qu'il existe déjà un papier qu'ils ont écrit sur la question. Si tel est le cas, est-il possible de nous donner un avant-goût des contraintes qui empêchent le développement du système bancaire en Afrique au Sud du Sahara ? Merci Monsieur le Président.

Koffi SODOKIN

Merci beaucoup de me donner la parole. Je voudrais remercier le Professeur AGENOR pour son exposé très brillant, ainsi que le Professeur Panicos pour sa réponse assez keynésienne.

Je voudrais aller un tout petit peu dans le sens du Professeur Panicos pour dire qu'en ce qui concerne la Zone UEMOA, le constat est un peu ambigu. Ne serait-il pas mieux d'avoir un objectif de ciblage d'inflation en même temps qu'un objectif de croissance économique. Dans la Zone franc, le fait marquant est que, peut-être que les Autorités de la BCEAO ici présentes me contrediront, nous disposons de réserves pour la Zone CFA dans sa totalité, d'un montant de près de 6.300 milliards de francs CFA auprès de la Banque de France. Si on prend la Zone UEMOA toute seule, le montant est de trois mille milliards, ce qui fait un taux de couverture d'environ 110%, alors que dans les accords signés avec le Trésor français sur le compte d'opérations, celui-ci est fixé à 20%, si je ne me trompe. Dans ces conditions, comment pourrait-on axer la politique monétaire uniquement sur l'objectif d'inflation, étant donné que l'on vise également à mettre l'accent sur le suivi des agrégats monétaires ?

Le deuxième point a également été soulevé par le Professeur Panicos. On nous dit que dans la Zone UEMOA, les banques commerciales sont généralement hors banque, puisqu'elles sont largement surliquides. Je voudrais que l'on m'explique comment, dans ces conditions alors, la Banque Centrale pourrait mener une politique de suivi des agrégats monétaires, d'autant que les banques de la Zone UEMOA ont une sorte d'entente qui leur permet de se passer complètement de la Banque Centrale ?

Aké N'GBO

Président de séance

Merci beaucoup. Afin que nous soyons tous au même niveau d'information, je voudrais rappeler que la session prendra fin à douze heures cinquante, soit dans une quinzaine de minutes. Alors, soyons brefs et précis. Je vais passer au centre avant d'aller à droite. Vous avez la parole s'il vous plaît.

Edward BUFFIE

Thank you for putting me in the centre. Quick, quick question. Richard, you noticed that in the short term an increase in the interest rate may increase foreign cost, by increasing the cost of working capital. You have estimated that in a very short term, increase in interest rate increases inflation, that's called the price puzzle. I was wondering : what do you do with that result ? All I have is that

most central banks throw it out because we don't believe in it. What's your view of that ? Second, with respect to the collateral argument, how much empirical evidence is there that, the classical arguments really operates that there is really an effect on the external premium. I tend to be sympathetic to Panicos' view that in a lot of countries, the legal system doesn't make it easy to seize assets when a borrower defaults and the fact that so frequently we see lot of excess liquidities, which suggests banks are having trouble in handling the more hazard and adverse selection problems in lending to the private sector. Well, this is a setting where it's hard to connect this credit to the private sector and credit rationing with the instruments the central banks controls. The question for Panicos is how far do you want to push the case for central banks paying attention to the investment rate and growth rate when setting monetary policy. Would I be correct in understanding your position to be that central banks should target not just the output gap which is standard, but also the growth rate of natural output in the economy ?

Aké N'GBO

Président de séance

Merci. S'il vous plaît vous pouvez vous contenter d'une seule question si c'est possible.

Ernest ADDISON

Thank you very much Mister chairman. Just to say that I agree with everything that Pierre AGENOR said.. We are beginning to see African countries in which banking systems are developing. There are countries that have passed laws on credit reporting. There are countries that have passed laws on lenders and borrowers bill, which allows enforcement of collateral. So I think it's important to recognize that we are developing. I mean the financial or banking systems in Africa are moving forward. One also has to look at it in the context of the macro framework. If you take the case of Ghana, for example, with improved macroeconomic environment, and with the improvement in the financial sector development policy, we are beginning to see this concept of excess liquidity moving. Bank assets are growing at more than fifty percent a year. You see credit to the private sector growing at rates of fifty percent and upward. So yes, I don't think that you can characterize all African economies in that manner.

Aké N'GBO

Président de séance

Merci. Monsieur de BOISSIEU.

Christian de BOISSIEU

Je suis désolé, mais j'ai deux courtes interventions. Premièrement, dans l'esprit général de la démonstration de Pierre-Richard, il faut que les banques centrales regardent plusieurs choses à la fois : éventuellement une cible d'inflation et le crédit. Je pense qu'en termes de rôles des anticipations, ce n'est pas la même chose. Parce que faire du targeting sur l'inflation, c'est renvoyer

un message, c'est infléchir les anticipations. La banque centrale ne va pas faire du targeting sur le crédit, mais elle va le surveiller. Par conséquent, l'impact sur les anticipations ne sera pas du tout le même.

Deuxième commentaire : je reviens sur ce que disait Pierre-Richard, car il ne faut pas que ces présentations soient interprétées comme démobilisatrices par rapport à l'objectif de développement des marchés de capitaux. Pierre-Richard, tu as parlé du Maroc qui essaie de développer un marché depuis vingt ans et il y arrive un peu. Mais, je veux dire que la concurrence entre les sources de financement, notamment entre les financements bancaires et les financements de marché, réduit le coût d'intermédiation bancaire dans un pays en développement. J'aimerais bien que soit réaffirmé, quelque part dans notre session, l'intérêt qu'il y a quand même à développer un marché financier dans un pays qui n'en a pas du tout ou qui en a peu.

Aké N'GBO

Président de séance

L'Assemblée semble muette, je vais donc passer la parole au Professeur AGENOR.

Pierre-Richard AGENOR

Monsieur le Président, je vais être bref. Sur la question du rôle du crédit dans les crises, les résultats que j'ai présentés ne sont pas ceux de mes études, mais ceux des études détaillées de la profession consacrées aux variables indicatrices des crises financières, dans lesquels le boom des crédits revient systématiquement. C'est l'une des rares variables, avec peut-être l'appréciation du taux de change réel, qui sert à prédire les crises. En fait, les modèles dont j'ai parlé tout à l'heure sont encore une fois des modèles de fonctionnement du système monétaire en situation normale, la crise étant par définition anormale.

Concernant le commentaire de Edward tout à l'heure sur la notion du "price puzzle", je dirais qu'effectivement les pays industrialisés ont qualifié ça de "price puzzle", mais dans les pays en développement c'est plus qu'un puzzle. Ça pose un problème très difficile pour la politique monétaire. Pourquoi ? Parce que cela veut dire que vous pouvez exacerber un problème avec l'effet d'offre. Ce qu'il faut garder à l'esprit, c'est qu'il y a l'effet de court terme et l'effet de moyen et long terme. Selon ce mécanisme, l'on n'est pas dans un modèle statique bien évidemment, l'effet à court terme peut jouer effectivement, surtout sur le secteur d'offre, tandis que l'effet sur la demande globale lui peut jouer dans le temps. Cela veut dire quoi ? Cela veut dire qu'il y a toute la question de savoir dans quelle mesure les modifications des taux officiels sont transmises à la structure des taux d'intérêt ? Il y a donc un suivi à faire au niveau de la banque centrale. Il faut s'assurer que le secteur est suffisamment compétitif, pour que les modifications du taux de refinancement ne s'arrêtent pas uniquement à un effet d'offre négatif.

Concernant la question du collatéral, il faut dire qu'il y a une documentation assez fournie là-dessus. La Banque Mondiale, pour revenir à ce que certains évoquaient tout à l'heure, a réalisé toute une série d'études sur l'environnement des investissements, dans lesquelles des analyses assez détaillées sur les besoins en collatéral sont faites. Ce qui ressort clairement de ces études, c'est qu'il y a deux

mécanismes d'ajustement au niveau des marchés de crédit. Il y a ceux qui obtiennent autant de crédits qu'ils le désirent, à partir du moment où la prime de risque est fixée par les banques. Il y a ceux qui n'obtiennent rien du tout. Ils sont purement et simplement exclus du marché. Une manière d'interpréter le cadre d'analyse dont j'ai parlé tout à l'heure, c'est qu'il se réfère à ces entreprises qui ont effectivement accès au marché où l'ajustement se fait par les prix plutôt que par les quantités. Je crois que c'est ce qui ressort lorsque l'on regarde la question des liquidités excédentaires dans la région. Il ne faut quand même pas confondre liquidités excédentaires avec réserves excédentaires non désirées. C'est une confusion que je retrouve assez souvent dans cette littérature et l'article dont j'ai parlé tout à l'heure fait une distinction très claire entre ces deux concepts. Mais là de toute évidence, il y a une question qui se pose. Est-ce un phénomène d'offre ou un phénomène de demande ?

Il y a deux types de mécanismes d'ajustement qui semblent ressortir de ceci. C'est un rationnement direct d'un certain nombre d'agents, alors qu'en même temps il y a des privilégiés qui ont accès au marché comme ils le désirent. Voilà donc une question, si vous le voulez, à fouiller.

Venons en aux deux questions posées par Christian. Je ne pense pas avoir dit à aucun moment, qu'il y avait une cible de crédit. Les agrégats qui composent le crédit sont à suivre, à cause de leur rôle dans les mécanismes de transmission. Il est vrai que vous n'allez pas annoncer un objectif de crédit pour essayer d'avoir un impact sur les anticipations, mais il y a un impact indirect, bien entendu. Dans la mesure où la banque centrale est capable d'intégrer les implications de ses choix sur le crédit, éventuellement sur l'inflation, on pourrait avoir une stabilité plus grande de l'inflation en prenant en compte le rôle du marché du crédit. Cela peut affecter bien évidemment les anticipations.

Je suis tout à fait d'accord avec le deuxième point. La question fondamentale pour beaucoup de ces pays, c'est de ne pas perdre de vue que la transmission de la politique monétaire est contrainte par toute une série de caractéristiques structurelles. Par conséquent, bien spécifier un modèle adapté aux pays à faibles revenus, c'est tenir compte de cette structure. La question beaucoup plus large maintenant, c'est comment évoluer vers un mécanisme de transmission plus fluide ? Quelles sont les réformes structurelles nécessaires ? Tout ceci rejoint un peu le point que Panicos a évoqué tout à l'heure. Merci.

Panicos DEMETRIADES

Thank you for the many questions directed to my comments. I come from the finance and growth literature. My work in recent years has been there. In that literature, there are a lot of people who actually believe that by developing financial systems, you can lift countries into a development phase, you can lift them out of poverty and into growth. And in fact I am one of the sceptics, as to the causality of those effects. But when it comes to looking at the monetary policy, it is quite interesting that the same indicators that we look at as the development indicators, are the same indicators that central bank look at when they say « Oh, we have excessive money growth ». So you guys in central banks, have to solve this conflict and that conflict is especially true in a developing country context, and that's what I wanted to highlight. Now, how do we deal with it ? Of course, inflation targeting is one way we should look at it, because it places less emphasis on your monetary

agregates. On the other hand, it places emphasis on transmission mechanisms that may not be in place in a developing country context. So I am sympathetic to Richard's approach, which actually looks at the credit channel. But again, for the credit channel to operate, you have to have a fairly thick credit channel in place, and my worry is, what's going on ? Let's try to understand the excess liquidity. Well I'm afraid, I don't really have ready-made answers. I have some tentative answers that are really helping us to build the models you've seen at the minute. And those tentative models are placing an emphasis on contract enforcement, ways in which we deal with moral hazards and adverse selection. And I'm pleased to hear already that some countries have done institutional improvements, and are witnessing improvements in their bank lending, in the growth of balances, etc. That seems to suggest to me that we're on the right track. And, of course, I appreciate that there are variant experiences within Sub-Saharan Africa. I was just using the World Bank approaches, which tend to make one size fits all, which I don't personally like. Part of this project is to look at the different experiences, the most successful ones, to see whether the least successful ones can learn from the most successful ones. So, I'd like to know more about most successful cases and to understand the extent to which legal improvements may have helped improve the development of the financial systems. But the question is whether Taylor rule should include growth rates as well as output targets. I think that should be left for the central banks themselves, but clearly they should work that out. I'm not against that. I care about growth, I care about development and I am very saddened even when the Bank of England, in a developed country, sits there, sets interest rates, and then says « Well, our mandate is just to control inflation ». So it's sitting at 3%, we are essentially saying « we don't care with what is happening in the banking system, we don't care about unemployment going up, because that's our limit ». That's what they say now. We are seeing the limitations of inflation targeting in the developed countries. I think you guys in the developing world should trade very carefully. Thank you.

Aké N'GBO

Président de séance

Merci beaucoup. Il est douze heures.

Kodzo Mawuéna DOSSA

Monsieur le Président, la Banque Centrale a été interpellée sur deux points, je crois, par un intervenant.

Aké N'GBO

Président de séance

Bien, vous avez la parole.

Kodzo Mawuéna DOSSA

Merci. Je voudrais donner quelques éléments de réponse à l'intervenant qui a posé la question de savoir pourquoi la Banque Centrale ne ferait pas une politique de croissance, étant donné que, sur la base des éléments qu'il avait, elle dispose de trois mille milliards sur le compte d'opérations ? En deuxième lieu, il a souhaité savoir quelle est l'importance des cibles monétaires pour la Banque Centrale, puisque les banques commerciales seraient hors banque. Je crois que ce sont les deux questions qui restaient.

Concernant les trois mille milliards dont disposerait la Banque Centrale sur le compte d'opérations, j'aimerais que nous sachions ce que cela voulait dire. Cela veut dire que la Banque Centrale a créé en contrepartie des trois mille milliards de réserves, trois mille milliards de francs CFA au sein de l'Union, puisque, comme tout le monde le sait, la monnaie a deux contreparties : le crédit et les devises, c'est-à-dire les avoirs extérieurs. D'ailleurs, quand vous voyez la masse monétaire de l'Union, il y a beaucoup de ressources dans les banques. La question est donc de savoir comment mobiliser ces ressources pour financer le développement ? En fait, cette question rejoint celle du développement du marché financier.

Deuxièmement, comment se forment ces trois mille milliards ? D'abord, il y a les opérations commerciales, puis deuxièmement, l'attrait de la Zone. Rien que pour l'année 2007, si je ne me trompe, nous avons reçu quelque chose comme six cent milliards de Francs CFA comme devises, qui, comme je l'ai dit tout à l'heure, ont des contreparties dans la Zone. C'est ce qui explique que les banques ne recourraient plus à la Banque Centrale au cours des trois dernières années. C'est dire qu'il y a assez de ressources actuellement dans la Zone et notre souhait est que les entreprises les mobilisent pour importer des biens d'équipement, ce qui d'ailleurs va diminuer les avoirs à l'étranger. Je tenais quand même à expliquer ce mécanisme là.

Concernant le maintien des banques hors Banque Centrale, je dois dire que jusqu'en 2006, un peu moins l'année dernière, ce raisonnement était vrai, mais depuis un certain temps, nous assistons à un phénomène nouveau. Vous savez qu'avec le fait que les Ministres aient volontairement suspendu leur recours aux ressources de la Banque Centrale, les Etats mobilisent de plus en plus ces ressources pour assurer leur financement. Actuellement, l'encours des obligations doit tourner autour de sept cent milliards, mais nous assistons au fait que ce sont les banques qui souscrivent en général à ces titres, étant donné que le marché financier n'est pas assez profond. Depuis 2006-2007, nous voyons les banques revenir à la Banque Centrale. Aujourd'hui, le refinancement des banques par la Banque Centrale ressort à près de deux cent milliards.

Ce sont les précisions que je voulais apporter à notre interlocuteur. Merci Monsieur le Président.

Aké N'GBO

Président de séance

Le Professeur AGENOR souhaiterait intervenir pour une minute ?

Pierre-Richard AGENOR

Juste une minute, mais avant je signale que l'on a pris des questions à droite et pas à l'extrême droite.

Je dois dire que je ne suis pas du tout qualifié pour répondre à la première question. Il y a des questions sur lesquelles il faudrait revenir pendant les débats, mais je veux simplement signaler que sur la question de la surliquidité, la réalité est que vous avez relativement peu d'instruments en situation de surliquidité. La première question, c'est d'éponger cette liquidité excédentaire, soit par émission de titres, soit par l'augmentation des réserves obligatoires. Le problème c'est que les réserves obligatoires ne sont pas un instrument de gestion monétaire à court terme, en tout cas, il ne faut pas les voir tel quel. Des pays comme le Maroc, en 2001-2002 par exemple, ont dû le faire à la suite d'entrées massives de devises liées à des opérations de privatisation, mais ici vous êtes dans une situation où c'est un problème structurel. Le danger de manipuler les réserves obligatoires pour résoudre un problème de ce type, c'est que ça donne un signal qui n'est pas bon au marché. Vous parlez de problèmes de développement des systèmes financiers et en même temps vous exercez une ponction sur les liquidités des banques. Donc, il y a là un problème fondamental de la gestion monétaire, mais puisque vous dites que la situation semble s'améliorer, la question c'est de comprendre pourquoi ? Qu'est-ce qui l'explique ? Est-ce dû à la relance de la demande ? Est-ce qu'il y a des changements institutionnels, par exemple l'existence de centrale de risques ?

Il y a souvent un problème d'appréciation du risque pour les banques. La question c'est comment le résoudre ? Est-ce que l'Etat a un rôle en développant ou en motivant une centrale de risques pour permettre aux banques de mieux apprécier le risque ? Ce sont autant d'aspects structurels et la question du développement du système financier revient encore une fois, au-delà des questions conjoncturelles.

Aké N'GBO

Président de séance

Merci Professeur. Nous sommes au terme de notre session et je voudrais, avant de lever la séance, dire ce que j'en retiens essentiellement. D'abord, il est à relever l'importance de l'information, aussi bien la collecte que la production, dans la conduite de la politique monétaire.

Le Professeur POLLIN nous a dit ce matin que la politique de ciblage d'inflation n'est pas seulement un phénomène d'annonce, ce que le Professeur AGENOR vient également de confirmer. Pour envisager une bonne politique, il faut un modèle de l'économie adapté à l'environnement. Et sur ce point, nous, chercheurs de la Zone, nous nous sentons interpellés. Monsieur le Gouverneur, vous aussi, en particulier la Direction de la Recherche et mon ami DEM, devriez vous sentir interpellés. Je pense que nous sommes sur la bonne voie et la preuve en est faite avec l'organisation de ce Colloque.

Sur ce, je voudrais remercier le Professeur AGENOR pour son intervention et le Professeur DEMETRIADES pour ses commentaires, de même que tous ceux qui sont intervenus pour leurs contributions de qualité. Avec la permission de Monsieur le Gouverneur, je voudrais suspendre la séance. Je vous remercie.

LES LEÇONS DES EXPERIENCES DE CIBLAGE D'INFLATION DANS LES PAYS EN DEVELOPPEMENT

Ismaila DEM

Mesdames et Messieurs, nous allons démarrer notre séance de l'après-midi avec deux communications sur le thème « Les leçons des expériences de ciblage d'inflation dans les pays en développement », sous la présidence de Monsieur Roger NORD, sous-directeur au Département Afrique du FMI. Les deux communications seront faites par le Professeur Michel NORMANDIN, de HEC Montréal et par le Docteur Ernest ADDISON de la Bank du Ghana. Le commentaire sera délivré par le Professeur Aké N'GBO de l'Université de Cocody. Je vous remercie.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie beaucoup. Je suis absolument ravi d'être ici aujourd'hui avec vous. Comme le disait Monsieur DEM, mon nom est Roger NORD. Je suis du FMI, mais je ne suis pas responsable de cette région. Je m'occupe de la région d'Afrique de l'Est, où le ciblage de l'inflation est un sujet très vif, notamment en Tanzanie, en Ouganda et au Kenya. Je suis quand même heureux de voir que dans cette zone aussi, ça fait l'objet de débats, même si ce n'est peut-être pas la première priorité pour la BCEAO. Je crois que pour les chercheurs et tous ceux qui s'intéressent aux questions pratiques de la politique monétaire, c'est un grand thème. Je crois également que nous avons aujourd'hui beaucoup de personnes, aussi bien du côté des universitaires que de celui des praticiens, qui peuvent en parler valablement.

La première communication sera présentée par le Professeur Michel NORMANDIN. Le Docteur Ernest ADDISON du Ghana, prendra le relai après lui pour nous faire part de son expérience lui qui, bien sûr, vit ça au jour le jour. Nous verrons donc la question du ciblage de l'inflation des deux côtés. Professeur NORMANDIN, je vous passe la parole, en précisant que nous sommes un peu en retard, mais bien sûr je ne vais pas vous pénaliser pour cela. Mais, si vous pouviez vous en tenir à vingt minutes, je pense qu'à ce moment là le Docteur ADDISON pourrait en faire autant et nous aurons un peu de temps pour les discussions.

Michel NORMANDIN

Merci beaucoup. Je voudrais d'abord remercier la Banque Centrale, ainsi que les organisateurs de ce Colloque pour leur invitation. Ce Colloque est merveilleusement organisé et la contrepartie d'une bonne organisation c'est que l'on mange beaucoup et bien. On a une période de digestion où on est un peu plus relax. Donc, je compte sur vous pour rester très attentif, afin que nous ayons un débat nourri sur le ciblage d'inflation, notamment l'expérience des pays en développement mais aussi des pays industrialisés.

Pour commencer, je rappellerai un consensus sur lequel tous les économistes s'entendent, ce qui est assez rare mais ça commence bien, c'est que l'on est à peu près tous d'accord que l'inflation soutenue est un phénomène monétaire.

En dehors de ce consensus, les avis sont quand même divergents, autant du point de vue théorique qu'empirique. On a des modèles qui ont des prédictions et des prescriptions très différentes sur les objectifs et la façon de conduire la politique monétaire. L'on se pose par exemple la question de savoir si la politique monétaire devrait servir à cibler de façon systématique l'inflation.

Il existe donc une variété de modèles sur le plan théorique. De même sur le plan empirique, il existe différentes pratiques en matière de politique monétaire et la diversité se ressent tant au niveau des cibles intermédiaires qu'au niveau des cibles finales. Finalement, on observe une grande hétérogénéité entre les pays. On se demande par exemple si on devrait cibler les agrégats monétaires, comme c'était mentionné ce matin, ou les taux d'intérêt, etc. Evidemment, il n'y a pas de réponse précise à cette question. Cependant, au niveau du ciblage d'inflation, la première question qui nous vient en tête est, tout simplement, comment fait-on pour mesurer l'inflation ?

Il existe une multitude d'indicateurs ou de mesures. On peut penser aux prix des biens et services et aux prix des actifs financiers, comme c'était mentionné également ce matin. Au début des années 2000, à l'occasion de la bulle technologique, certains observateurs aux Etats-Unis avaient commencé à dire que la FED devrait également prendre en compte l'évolution des prix des actifs financiers lorsqu'elle mène sa politique monétaire. Toutefois, il y a quelques éléments qui militent en faveur de l'exclusion du prix des actifs financiers et ce sont souvent les mêmes que ceux qui ont été invoqués par GREENSPAN, l'ancien Gouverneur de la FED, mais aussi récemment par le Gouverneur de la BCE.

Le premier de ces arguments nous dit qu'empiriquement les prix des actifs financiers sont souvent la résultante de transactions qui sont en majorité internationales, ce qui fait que la politique monétaire a peu d'influence sur ces prix. Le second élément, c'est que lorsque l'on a des actifs financiers libellés en devises étrangères, cibler le prix de ces actifs revient indirectement à cibler, à tout le moins partiellement, le taux de change. A ce moment là, si nous sommes dans une économie avec un régime de change flexible, le ciblage partiel du taux de change vient à l'encontre de l'objectif final qui serait un ciblage d'inflation.

Certains économistes nous disent qu'on doit également exclure les prix de certains biens et services. Ils adoptent ainsi une position extrême et nous disent que le ciblage d'inflation, particulièrement dans les pays en développement, est quelque chose de difficile et même non opérationnel, dans la mesure où les prix des biens et services exportés et importés sont déterminés par les transactions internationales. Encore une fois, on retrouve le même argument que pour le prix des actifs financiers, à savoir que la politique monétaire domestique a un moindre impact sur ces prix. Toujours est-il qu'en pratique, même pour les petites économies ouvertes, industrialisées ou en développement, il est souvent fait un ciblage d'inflation intimement relié aux prix des biens et services, généralement mesurés par l'indice des prix à la consommation. La raison, généralement invoquée, est que ces variables macro-économiques sont ceux sur lesquelles la politique monétaire a des effets directs et durables, alors que les relations qui existent entre l'inflation et les agrégats monétaires typiquement, sont des relations de long terme et qui demandent une stabilité de la demande de monnaie qui est rarement observée.

Ce qui est plus intéressant est peut-être qu'il existe des mesures alternatives. Je donne un exemple, celui de la Banque du Canada. Je suis canadien et suis fier de dire que la Banque du Canada est l'une des premières banques centrales à adopter une politique de ciblage d'inflation. Je peux donc prendre son exemple. Au Canada, il y a un indice de référence qu'on appelle le « core inflation » qui exclut les composantes très volatiles, comme les fruits, les légumes ou l'essence pour n'en donner que quelques unes. L'objectif de cibler cet indice alternatif ou cet indice de référence, c'est d'avoir une idée sur la tendance à long terme de l'inflation. En excluant ces composantes très volatiles, on a une meilleure perception de la trajectoire vers laquelle se dirige l'inflation.

On pourrait penser à d'autres indices alternatifs et c'est là qu'il faut être créatif. Par exemple, on peut penser à des indices qui excluraient des biens et services qui sont hautement dépendants du marché extérieur, juste pour nous donner une idée de l'effet de la politique monétaire sur les prix des biens et services qui lui sont plus directement reliés.

Quelle est alors la valeur de la cible d'inflation ?

L'idée de cibler l'inflation est très simple : il s'agit d'essayer de stabiliser, à tout le moins éviter l'instabilité, les anticipations de prix. Quand est-ce qu'on juge alors que l'on a atteint cet objectif ? Certains préconisent que l'on a atteint cet objectif lorsque l'on pense que les agents ne tiennent plus compte de l'inflation en prenant leurs décisions d'achats de biens et services. En pratique, on utilise une valeur cible d'inflation qui tourne autour de 2% et qui permet souvent d'atteindre la stabilité des prix et d'offrir une certaine marge de manœuvre à ceux qui mettent en œuvre la politique monétaire. Néanmoins, certains ont émis l'idée très contestée, selon laquelle, si on veut vraiment avoir la stabilité des prix, il faudrait avoir une cible d'inflation qui est nulle. Les arguments avancés contre la fixation d'une cible d'inflation nulle sont d'abord qu'on la respecte et que, parallèlement, on a une réduction à la base des salaires nominaux, alors face à un choc négatif sur la demande de travail, les salaires réels ne pourraient plus s'ajuster. Il se produira alors des conséquences structurelles sur le chômage.

Un autre argument invoqué contre l'utilisation d'une cible nulle, c'est que la banque centrale donnerait l'image qu'elle s'intéresse uniquement à l'inflation et très peu à la production et à l'emploi et risquerait ainsi de perdre l'appui du public. Evidemment une cible nulle, à ce moment là, peut facilement se manifester sous forme de désinflation qui comporte des coûts, notamment la baisse des taux d'intérêt nominaux, ce qui risque d'ôter à la banque centrale toute marge de manœuvre pour mener une politique monétaire expansionniste si elle le désirait. C'est par exemple, le cas du Japon où les taux d'intérêt nominaux étaient très faibles. Il existe également un autre problème associé à la déflation, c'est que les rendements nominaux sur les actifs ont tendance à baisser substantiellement, de sorte qu'il peut y avoir des crises financières et bancaires. C'est pour dire qu'empiriquement, mais aussi pour des raisons théoriques, on peut utiliser une valeur cible d'inflation qui est positive mais relativement faible.

Maintenant, doit-on avoir une valeur cible ou une fourchette cible ?

La fourchette cible offre l'avantage de laisser une plus grande marge de manœuvre aux autorités monétaires. Mais, peut-on avoir une fourchette très large en se disant qu'elle permettra d'inclure l'incertitude associée à l'inflation ? Il y a des études économétriques qui suggèrent que l'incertitude dans le ciblage d'inflation peut aller jusqu'à 500 points de base. Avoir une fourchette qui engloberait toute cette incertitude ferait certes que l'on aura une fourchette très large, mais ceci irait à l'encontre de l'objectif de la stabilité des anticipations de prix. L'alternative est donc d'avoir une fourchette étroite. Evidemment, si on a une fourchette très étroite, à la limite d'une cible précise sur l'inflation en soi, on peut plus facilement manquer la fourchette cible, ce qui peut par conséquent entraîner une perte de crédibilité des autorités monétaires. En pratique, dans plusieurs pays on a souvent une fourchette cible d'inflation relativement étroite, de façon à ce que l'on élimine complètement l'incertitude associée à l'inflation tout en gardant quand même une certaine marge de manœuvre.

Sur l'avantage du ciblage d'inflation, je dirais qu'évidemment l'idée c'est d'atteindre un niveau faible et stable de l'inflation. C'est également de réduire les coûts typiquement associés à une grande variabilité de l'inflation, entre autres, les coûts liés à la confusion entre les mouvements sur l'indice global et les prix relatifs. Une confusion à ce niveau là pourrait engendrer une allocation sous-optimale des ressources. De même, selon les estimations de la Banque du Canada, avoir une cible d'inflation permet d'atténuer ou de contrôler les fluctuations de la politique de l'emploi et d'accroître le potentiel. La raison est, entre autres, qu'il y a des relations économétriques étroites qui ont été établies entre les cibles d'inflation et les gains de productivité pour le cas canadien. Finalement, ça impose une discipline monétaire, c'est-à-dire une transparence de la politique monétaire qui peut favoriser l'application d'une politique prospective. Ceci est très important puisqu'on sait bien que les délais entre le moment où on applique la politique monétaire et le temps où cette politique aura un impact sur les prix peuvent être très importants. C'est un délai variable, mais qui peut être long. Parfois, il peut aller jusqu'à deux ans, d'où l'idée d'avoir une politique prospective, c'est-à-dire agir aujourd'hui pour régler des problèmes futurs.

Les conditions de succès sont évidemment nombreuses et certaines d'entre elles peuvent sembler évidentes. Nous avons la transparence et l'indépendance de la politique monétaire. On a un peu parlé de tout cela ce matin et je vois que l'on va en reparler plus tard dans le Colloque. Ainsi, je vais plutôt mettre l'accent sur le régime de change, notamment dans les modèles de base.

On va dire que pour avoir une cible d'inflation et atteindre ses objectifs, il faut relâcher les cibles associées au taux de change. Il faut notamment avoir un régime de change flexible, de sorte que lorsqu'il y a un choc externe, le taux de change permettra de l'absorber, ce qui permettra d'atteindre notre cible d'inflation. Mais, de façon paradoxale peut-être, pour certains pays en développement, il faut avoir un regard aiguisé sur le taux de change. L'idée n'est pas que le taux de change devienne une cible finale. Ce n'est pas une finalité, mais il est important d'avoir un regard attentif sur l'évolution du taux de change, parce que le degré de retard, « le pass through », pour ces pays-là est estimé plus élevé par rapport aux pays industrialisés. Par conséquent, un choc qui entraîne une variation du taux de change pourrait se répercuter davantage sur le prix que dans d'autres économies, en raison des effets de richesse qui découlent du fait que les actifs financiers sont souvent libellés en devises étrangères. Pour ces raisons-là, je pense qu'il est intéressant d'avoir, non pas un contrôle absolu sur le taux de change, mais quand même un regard attentif sur ses variations. Dans certains pays scandinaves, mais aussi au Canada et en Nouvelle-Zélande, il y avait des indices intermédiaires de conditions internes qui tenaient compte du taux d'intérêt à court terme, mais également du taux de change. Je pense que la clé du succès ici, ce n'est pas de regarder uniquement la variation du taux de change, mais plutôt la source afin d'identifier quelle est la nature du choc qui fait varier le taux de change, un peu comme on l'a dit ce matin à propos des chocs d'offre et des chocs de demande. Il y a des chocs qui sont tels que le taux de change peut varier, sans pour autant que la politique monétaire ne soit ajustée, et d'autres qui devront être suivis d'une action des autorités monétaires.

Un bon exemple nous est donné par la crise financière de la fin des années 90, où l'Australie et la Nouvelle-Zélande ont eu des regards très différents sur la nature des chocs qui affectaient leurs taux de change respectifs. La Nouvelle-Zélande, à l'époque, déviait de sa fourchette parce qu'elle avait une lecture un peu moins claire de la nature du choc qui affectait le taux de change. Pour la petite

histoire ludique, en fait, c'est que le Gouverneur de la Banque Centrale avait remis par la suite sa lettre de démission, mais heureusement il est resté en poste.

Jusqu'à là on a parlé de ciblage d'inflation, mais il existe aussi le ciblage des prix. Supposons que l'on a une cible de 2%. Si, pour une raison ou une autre, on dévie de la cible, ce que montre le graphique de gauche, on reviendra à la cible de 2%, mais en termes de sentier temporel des prix, la déviation est quand même permanente. L'alternative est donc un ciblage de prix. Mais, c'est quoi le ciblage de prix ? Ça serait de dire on cible des prix, c'est le graphique de droite, de sorte que si on dévie de ce sentier-là on va prendre des mesures de politique monétaire qui nous ramènent à ce sentier cible. En termes d'inflation, on revient au graphique de gauche, les indications sont différentes, dans le sens que l'on va observer une baisse de l'inflation qui va passer sous la barre des 2%, contrairement à ce qu'on observe si on a une cible d'inflation. Dans ce cas-là, on peut même réaliser une inflation négative et avoir de la désinflation.

Le ciblage de prix est donc plus qu'une réduction de l'incertitude, parce qu'on peut montrer que si une incertitude qui est bornée sur l'inflation comme les prix subissent l'accumulation d'inflation, à ce moment-là le niveau de l'incertitude des prix a tendance à s'accroître dans le temps. L'avantage d'une cible de prix est donc qu'elle réduit l'incertitude et par ailleurs, elle peut nécessiter davantage l'intervention de la banque centrale. On a donc plus de variabilité de la production et, comme on le dit, plus de risques de déflation.

Je parle de tout cela parce qu'il y a de plus en plus de discussions, d'analyses et d'études, notamment de la Banque du Canada et de la Banque d'Angleterre, dans lesquelles on considère des cibles hybrides. On a alors une cible qui fait intervenir l'inflation et un sentier temporel pour les prix. Sur le plan empirique, des études économétriques portant sur sept pays industrialisés montrent de façon un peu paradoxale, que le niveau d'inflation, ainsi que sa variabilité n'ont pas baissé de façon significative à la suite de l'annonce officielle d'un ciblage d'inflation dans ces pays. On peut peut-être expliquer de façon intuitive ce résultat en disant que les pays qui ne font pas partie du groupe de contrôle ont quand même un œil attentif sur l'inflation, même s'il n'y a pas une cible officielle d'inflation. Deuxièmement, on peut penser surtout que les pays qui ont adopté un ciblage d'inflation avaient déjà en bonne partie, avant même de le rendre officiel, réglé les problèmes d'inflation.

Les résultats des études économétriques portant sur 13 pays en développement ayant adopté officiellement une cible d'inflation montrent pour ces pays une baisse du niveau de l'inflation et de la variabilité de l'inflation, ainsi qu'une baisse de la variabilité de la croissance économique. Il semble donc intéressant d'appliquer ce genre de politique dans les pays en développement.

Juste pour donner un aperçu des résultats, vous avez une diminution de l'inflation, en moyenne de 11%. Pour le Pérou, par exemple, l'inflation a baissé de 42%. En outre, pour la plupart des pays, la variabilité de l'inflation a baissé, à quelques exceptions près. Comme je vous le disais, les études économétriques semblent indiquer également une baisse de la variabilité de la production. Dans ce graphique, en ligne continue vous avez l'inflation et en ligne discontinue la croissance du PIB réel. Ce qui est intéressant à voir, c'est que pour certains pays, notamment le Brésil, la Hongrie, Israël et le Mexique, la baisse du taux d'inflation a été très significative, bien avant que la politique de ciblage d'inflation ne soit officialisée. Ainsi, on peut se dire que pour certains pays, il était important de pratiquer le ciblage d'inflation, pour acquérir la crédibilité, avant de l'officialiser.

Pour conclure, il faut dire que l'expérience empirique nous montre que les conditions de réussite d'une politique qui vise à cibler l'inflation sont : une cible d'inflation intimement liée aux prix des biens et services, une valeur médiane positive mais relativement faible et une fourchette assez étroite. Tout cela vise à essayer d'avoir une politique soutenable, des gains de crédibilité et un taux de change géré de façon appropriée. Il y a évidemment des conditions sur l'indépendance et la discipline monétaire des banques centrales.

Pour les pays en développement, les résultats empiriques semblent suggérer que le ciblage d'inflation peut être intéressant, notamment en termes de niveau d'inflation, de variabilité de l'inflation, de la production et de l'emploi. Par ailleurs, il y a peut-être certains défis intéressants pour les pays en développement liés à l'application de ce type de politique, notamment dans les pays pour lesquels l'inflation est encore très élevée et très variable. Encore une fois, la réussite d'un ciblage d'inflation, c'est de stabiliser les anticipations au niveau des prix et qu'elles aient plutôt un degré de retard, ce qui est ma traduction libre de « canal pass through », élevé. Les variabilités des taux de change peuvent se répercuter sensiblement sur les prix et sur l'inflation.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie beaucoup Professeur NORMANDIN pour cette présentation très lucide qui, je pense, nous donne une très bonne base pour notre discussion. Permettez-moi de changer brièvement de langue pour introduire Docteur ADDISON.

We're particularly happy to have here today, Ernest ADDISON, Director of Research of the Bank of Ghana and member of the Monetary Policy Committee. What I hope we'll hear now is the practical side of the very lucid theoretical side that Professor NORMANDIN just gave us. Yes, these are all the conditions for successful inflation targeting, and I appreciate the conclusions that you came to, or this is maybe a better framework for developing countries. At least the empirical research you pointed to, showed that the impact might have been more successful. The reality in the world, however, is that it is most of the advanced economies that have inflation targeting frameworks. And I think there is a feeling among many that in developing countries, inflation targeting is somehow more difficult, or not appropriate, or the preconditions aren't there. I'm very much looking forward to hearing from Ernest ADDISON, how the Bank of Ghana looks at this, because you are actually targeting inflation. So tell us all about it.

Ernest ADDISON

Thank you for inviting the Bank of Ghana.

Mister Chairman, let me also thank the BCEAO for inviting the Bank of Ghana to be part of this Colloquium. I'm very pleased to be here and to share our experience with the inflation targeting framework. And I will try to be very brief, so that I can get the message across clearly. If you look at the slide that I have put on the screen, this is a slide from the Bank of England, not from us. This is the Bank of England classifying Ghana as an inflation targeting central bank, as far back as 2003, with an initial inflation rate of around 14%. As you can see, different countries started this inflation

targeting with different rates of inflation. You can look at the rule starting inflation targeting with over 40% inflation rate, with almost 30% in inflation rate, and then you have the industrial countries starting inflation targeting with inflation rate around 5%. So it is possible to start an inflation targeting framework, irrespective of where the rate of inflation is. In a sense, I think that the motivation for Ghana to implement the inflation targeting framework has been based mainly on the empirical work that has been done. In particular, we argue that once you are able to anchor inflation expectations, you are able to reduce the cost associated with the disinflation process. In addition to that, you bring transparency and accountability to the actions of the central bank. So, there are many benefits from inflation targeting. First things first, what did the Bank of Ghana do? We should put this in context. In 2000, when Ghana experienced very high inflation and very high exchange rate instability, among the package of reforms that was put into place to stabilize the macro-economy, were policies that focused on the central bank and the role of the central bank in delivering that stability. In particular, the Bank of Ghana Law was re-casted to make price stability the single most important objective of the Central Bank. In addition to that, the law set up the Monetary Policy Committee, and gave it the authority and independence, an operational authority to deal with inflation. Another key aspect of that law, was dealing with the issue of fiscal dominance by placing limits on central bank borrowing, central government borrowing from the Bank of Ghana. And I think that this particular law is critical in terms of countries where the fiscal issues tend to be fairly important. Now, how did we start?

Just like many other central banks, you need to make a decision on what to target, you need to find out what sort of economic information you can get, I mean the information set that will form the basis of your policy formulation. You need to get a sense of statistical data that is available, and the analysis that will help you understand the inflation process in the country. We also needed the econometric estimates, monetary policy transmission mechanisms in the Ghanaian economy, as well as to set out a type of horizon in delivering the inflation target. Earlier in the other session, we were talking about banking systems and financial sector under development, and how they can impact the effective transmission of monetary policy. Obviously, all of these issues are important. I should say that, initially, we were focusing on the headline rate of inflation, along with several core measures of inflation. We took the headline inflation, excluded energy and utility, excluded energy, utility and food. We added transportation to that, and then we excluded all volatile items. We even used an HP filter to run through the CPI to get a sense of what underlying inflation looked like. At the end of the day, we had several measures of underlying inflation.

The Bank decided to choose that core inflation which excludes energy and utility, on the basis of several statistical criteria, to the extent that it had a co-integrating relationship with the headline inflation. I think that particular criteria was important. We also had to do tests of causality to ensure that the causality was in the right direction. The Monetary Policy Committee, in addition to deciding on the price level that would be targeted, also had to decide on the data. We had to look at all the data on the economy, essentially the external sector, the fiscal developments, monetary sector, banking sector and then in the real sector where we also needed to get additional data. As in most developing countries, there is a lot of difficulty with getting real sector data, due to the absence of quarterly GDP. The Bank had to develop its own composite index of economic activity, which allowed us to get a better sense of what the output gap in the economy was. The Bank also introduced its own surveys of businesses and consumers to get a sense of what economic agents

out there are saying about inflation and the outlook for inflation. We undertook a credit condition survey, to get a sense of what the lending policies are and, then, we also looked at other data indicators, retail sales of the companies, port activity, new vehicle registrations, and even job vacancies that are advertised in the newspapers. In addition to all of these data, all of these confidence surveys, we also had to work with models to understand the inflation process in Ghana. We had some macro models. And at the end of the day, all this set of information is summarized to get a sense of what the risk of assessment of inflation is. And on the basis of that, Monetary Policy decision is taken.

What you see here is a sample CPI forecast that was discussed at the last Monetary Policy Committee, and these are responses of inflation to money and interest rates. I think that in discussing the practical aspects of implementing an IT framework, one has to recognize that credibility is a key aspect. In Ghana I don't think, the Bank of Ghana had any credibility prior to starting the process. But we've been able to build credibility overtime, through the Monetary Policy Committee process that allows transparency. We hold a press conference at the end of every policy decision, where the chairman of the Committee, in this case, the Governor, goes to the press conference and announces the decision of the Committee, takes questions and explain the reasons for policy actions and how we see the outlook. And I think, all of that has engendered public confidence in the Bank and has helped us deliver better control of inflation. One of the other aspects is the tools of the central bank that we use to manage this monetary policy process. The end of the Monetary Policy Committee, the MPC announces an interest rate decision, that's it. But on the daily basis, we have to manage inter bank liquidity and interest rates in the, inter bank market, to fall within the policy corridor that is set. That, in a sense, is the monetary policy framework that we have. We have a policy corridor, we keep inter bank interest rates within that policy corridor. I think that, in moving to an IT framework, the underlying technical work has to be done.

I mean, we were previously targeting money and we needed to move away from the money because the relationship between monetary growth rate and inflation had completely broken down. If you look at this graph here, it shows money growth and inflation, between 1970 and 2007. This is the picture. And then, you break that out, 1970-2001, that is the picture. And then, 2002-2007, that is the picture, it's a complete break up in monetary growth rates and its relationship with inflation and this is shown by the loss of parameter stability here. This supported the decision to move towards an interest rate anchor, with the responses of inflation to interest rates being stronger than that from the monetary side.

What is the evidence of success? I think that the graphs are clear. If you take the first graph, this is what inflation expectation dynamics looked like between September 04 and May 2008. The level which you see here, in a sense, are the short term interest rates on the money market. In a sense, you can see how short term interest rates have gone down. The red represents the slope of the yield curve which, in a sense, gives a measure of the inflation risk premia in the economy and, then you also see this decline in the inflation risk premia in Ghana. This other graph shows the changes in consumer assessments of the inflationary outlook overtime. And when these surveys were started, we can see that very few people believed that inflation was going to be in the range between 10 and 15%. But overtime, we have seen a gradual crawling up of the percentage of people who believed that inflation would fall within that rate, that is between 10 and 15%. On the other hand, the blue line

here, which shows fairly significant number of people thinking inflation will be between 21 and 25%, is almost gone out of the sample. You will also see an improvement, those who thought that the inflation will be in single-digits, below 10%, was almost zero. Then, between February 06 and now, you've seen some improvement in consumer assessment of where they think inflation was. This is where the expectations of people are formed.

And then we are showing a graph of inflation volatility, we've seen inflation go down but not only has inflation gone down, the volatility associated with inflation has also gone down. And then, we have also shown the exchange rate volatility, which has also gone down significantly in Ghana. And then, you can also look at the way yield curves have migrated. In September 07, this is where the yield curve was. September, December, we're here. By December 05, which is the oldest period that we have, we were here. So, you've seen the downward shift in all of these instruments over the last three years or so. One can also look at the holdings of money market instruments, with the gradual shift in the shares of the short-term instruments and the gradual movement into the longer-dated instruments. That portfolio behaviour also reflects the changes in people's perception on inflation in the economy.

I showed this particular graph, to argue that, we are beginning to see the second round, third round effect of changes in petroleum prices for example, having less of an effect on headline inflation rate. Over the period of analysis, we see output growth going up significantly, even though inflation is coming down.

Now challenges. Yes, there are many challenges to inflation targeting. I don't think that the Ghanaian experience is very different from other countries that are implementing IT. I think that the fiscal policy stance is key, and in Ghana we are trying to get the government to commit to a fiscal responsibility law that will allow fiscal sustainability and help us achieve inflation objectives. I think there are also questions on how much weight to put into meeting an inflation target, and into keeping your output levels stable. In the case of Ghana, that challenge has not been very difficult because we have seen growth acceleration take place in the context of the adoption of the IT regime. But obviously, this still represents a major challenge to all IT economies. In a sense, assuming you had an inflation shock, how do you respond to that shock? That's a major challenge for most central banks. The selection of the time horizon, in which the target must be delivered, also remains a major challenge because it presupposes that, you know what the transmission paths in the economy are. Once you do not have these paths accurately set, it becomes difficult to choose a time horizon for the delivery of the inflation target. Obviously, it requires fairly reliable forecast, and we know where the problems are with producing such reliable forecasts in a context in which the economic data is weak and also not available in a timely manner. So, Mister Chairman, to conclude, I think that inflation targeting in Ghana has been a very successful policy reform. In our case, we started when inflation was still relatively high at 25%, we were able to bring down inflation to almost 9% and not until last quarter of last year when we had all these price shocks feeding into the inflation process, we have achieved a considerable amount of success. I think that the challenges that I mentioned have not been as major in our context, because inflation was already high and we were on a disinflation path. The decision about how much weight to put on inflation target relative to an output target was less difficult to make. Thank you very much.

Roger NORD

Président de séance

I thank you very much, Doctor ADDISON for this fascinating presentation. It raises a lot of good questions on the practical aspects of inflation targeting. It also raises the question, which I think, we've discussed less this morning and which I hope we can come back to in a moment. I think it is very important to look at inflation targeting framework as a commitment device, not only of the central bank, but in fact of economic policy as a whole, and I think that's the subject we can come back to. Before that, permettez-moi de recommencer en français.

Nous avons avec nous, Professeur N'GBO de l'Université de Cocody à Abidjan qui va nous donner ses commentaires sur les deux présentations. Et c'est après cela que nous ouvrirons les discussions. Professeur N'GBO.

Aké N'GBO

Merci Monsieur le Président. Je crois qu'il y a peut-être eu une asymétrie d'informations, car à ma connaissance, je ne devais commenter qu'un seul papier, celui du Professeur NORMANDIN. Mais, ce n'est pas bien grave, on verra ce qu'on pourra faire pour essayer d'atteindre la cible.

Nous avons donc le plaisir de commenter la communication du Professeur NORMANDIN. Je voudrais vraiment le féliciter pour cette présentation qui est d'un intérêt qui n'est pas à démontrer. Le Professeur nous propose d'échanger sur les leçons des expériences de ciblage d'inflation pour les pays en développement. Pour ce faire, naturellement, il nous fait une revue de la littérature théorique et nous présente les expériences empiriques. Je voudrais revenir sur quelques aspects théoriques, mais souffrez que je ne m'attarde pas trop sur la revue de la littérature, et que mes remarques portent essentiellement sur les expériences empiriques.

Premièrement, sur la mesure de l'inflation il s'est posé la question de savoir s'il faut utiliser uniquement le prix des biens et services ou bien faudrait-il également intégrer le prix des actifs ? Sa conclusion est qu'en général, pour la politique de ciblage d'inflation, on utilise un indice incluant uniquement les prix des biens et services. A mon avis, une remarque pourrait se faire à ce niveau. Etant donné que dans les pays en développement le panier de consommation servant à calculer l'indice des prix peut ne pas varier sur une très longue période, cela ne pourrait-il pas être un biais dans la mesure où cet indice pourrait ne pas tenir compte de l'évolution réelle de la structure de consommation ? On peut par conséquent se demander, quel serait l'impact de la mesure de l'inflation sur l'efficacité de la politique de ciblage ? Ou, en d'autres termes, quelle est la bonne mesure d'inflation pour la politique de ciblage ? J'avais oublié de faire d'une pierre deux coups, avec la présentation de Docteur ADDISON, mais je reviendrais tout à l'heure rapidement sur cette dernière.

Le deuxième élément qui a retenu notre attention concerne la valeur de la cible d'inflation. On peut noter qu'elle devrait être choisie de manière à assurer la stabilité du niveau des prix. L'auteur dit même qu'en pratique, cette cible est fixée autour de 2%. Nous avons alors la remarque suivante sous forme de questionnement : Cette valeur reste-t-elle vraie dans l'espace et dans le temps ? Est-elle indépendante de la structure de l'économie ? En d'autres termes, la valeur cible est-elle

exogène ou endogène ? Dans tous les cas de figure, le mode de détermination de la cible, ainsi que le niveau devraient avoir une influence sur l'efficacité de la politique de ciblage.

Le troisième point concerne l'arbitrage ou le choix entre une valeur cible et une fourchette cible. Je pense que la valeur cible est un cas limite de la fourchette cible. On va donc s'appesantir là-dessus, en disant tout simplement que la remarque qui a été faite pour la détermination de la valeur cible reste encore vraie pour la fourchette cible, notamment sur la détermination de la valeur des bornes.

Maintenant, allons directement aux expériences empiriques. J'ai lu avec beaucoup d'intérêt la partie relative à l'expérience des pays industrialisés et des pays en développement. Je pense que l'expérience des pays développés est très instructive, mais j'ai eu quelques difficultés concernant les études économétriques. Malheureusement, elles ne sont pas directement présentées, mais compte tenu des résultats qui semblent particuliers, je veux dire non standards, il y a peut-être un réel problème d'identification des effets et éventuellement de méthodologies et d'évaluation des effets. On peut constater que les tableaux pourraient être complétés par un certain nombre d'informations. En l'occurrence, on ne sait pas si les cibles annoncées ont été atteintes ou pas, ce qui est quand même important, ne serait-ce que du point de vue de la crédibilité de la politique de ciblage.

Pour les pays en développement, le tableau rapporte l'expérience de 13 d'entre eux. Je me suis quand même posé la question de savoir si la Corée du Sud est un pays en développement ? Je n'ai vraiment pas la réponse, mais j'avais toujours pensé le contraire. Outre ce questionnement personnel, l'analyse du tableau fait apparaître par ailleurs une très forte disparité dans les situations de départ. Ainsi, on a des taux d'inflation allant de 3,8 à 48,6%, avec une moyenne de 17%. Il y a également une grande disparité dans les situations finales. Nous pensons donc qu'il est important de se demander si le rang des pays se conserve avec la politique de ciblage de l'inflation ? En d'autres termes, est-ce que les pays qui faisaient mieux avant l'application de cette politique continuent de faire mieux après ? A ce niveau également, il n'est pas précisé si les cibles ont été atteintes, encore moins les délais.

Professeur NORMANDIN, dans la partie théorique consacrée à la revue de la littérature, vous avez fait référence à un certain nombre de conditions de réussite, notamment les régimes de change et l'indépendance et la crédibilité de la banque centrale. Il aurait été très intéressant de mettre en relation les résultats du tableau avec ces éléments. Ne serait-ce qu'à titre illustratif. Peut-être que ce tableau ne permettrait pas de détecter les relations de causalité, mais au moins on aurait une idée sur les corrélations.

J'allais terminer en disant que je suis resté un peu sur ma faim, parce que je n'ai pas vu quels instruments ont été utilisés dans la politique de ciblage d'inflation. Monsieur le Président, si vous m'accordez deux ou trois minutes, je pourrais dire un mot sur l'expérience de la Banque du Ghana sinon j'ai fini. Je vous remercie pour votre attention.

Roger NORD

Président de séance

Professeur, je pense qu'on va tantôt revenir sur vous, après avoir un peu écouté nos collègues. Je remercie donc, les deux présentateurs et le commentateur pour ces interventions très lucides. Je pense qu'il y a des questions intéressantes. La question fondamentale, je crois, pour ce sous-thème, c'est de voir si le ciblage d'inflation est un cadre de politique monétaire approprié pour les pays d'Afrique. Je crois qu'une chose qui ressort de la présentation du Professeur, c'est que les pays avaient des situations de début très différentes. Ça c'est une chose. Le Ghana voit ça d'une façon très positive dans son expérience. Néanmoins, il se pose la question de savoir quels sont vraiment les critères primordiaux et les critères préalables qu'il faut avant de mettre en place cette politique.

Une deuxième question, pour moi, liée à cela, c'est : qu'en est-il du taux de change ? Je crois que le cadre théorique est très clair. On ne peut pas en même temps cibler l'inflation et le taux de change. Néanmoins, pour beaucoup de pays d'Afrique, le taux de change est une valeur très importante, non seulement ici dans la Zone bien sûr, mais aussi pour d'autres pays. Le taux de change y est probablement plus important que dans beaucoup de pays industrialisés. Peut-on envisager donc un système plus hybride que la pure théorie nous le suggérerait ?

Le troisième thème que j'évoquais ici tout à l'heure, c'est la relation avec la politique budgétaire. Il me semble qu'il s'agit d'un point très important en Afrique, tout comme dans d'autres pays d'ailleurs, où la politique budgétaire joue un très grand rôle dans l'économie et mettrait toute banque centrale dans une position difficile de cibler l'inflation ou bien autre chose sans cette coordination avec la politique budgétaire. Je vais donc m'en arrêter là et donner la parole à vous qui êtes autour de la table, pour vos commentaires et questions.

Modibo TRAORE

Monsieur le Président. Dans vos commentaires, vous avez touché à certaines de mes préoccupations. Néanmoins je vais revenir là-dessus de façon plus précise. Je voudrais que l'on soit un peu mieux éclairé sur trois points : la valeur, les effets et les conditions de réussite du ciblage, spécifiquement dans les pays en développement. La question, d'ordre général, par rapport à ces trois points est de savoir si le ciblage doit être une fin en soi ? Ça rejoint vos préoccupations, à travers la relation avec la politique budgétaire et au-delà je me demande, par rapport à une vision beaucoup plus active de la politique monétaire, si on peut considérer dans les pays de l'UEMOA, le ciblage comme une fin en soi. C'est une question naïve, mais sur laquelle on peut dire beaucoup de choses. Merci.

Roger NORD

Président de séance

Allez-y Monsieur.

Adama DIEYE

Merci Monsieur le Président. J'avais deux questions, dont une sur l'expérience de la Banque du Ghana. Quand on écoute l'exposé de Monsieur ADDISON, on se rend compte qu'il y a un important travail d'ordre statistique et économique à faire. Je me suis alors demandé quelle a été la politique d'accompagnement en matière de ressources humaines. Est-ce que la Banque du Ghana disposait, au départ, d'une masse critique de personnel approprié ? Ou bien, a-t-il fallu combler le gap éventuel dans ce domaine ?

La deuxième question s'adresse à Monsieur NORMANDIN. Quand on regarde les conditions de succès, vous dites dans le papier qu'une des conditions initiales c'est la flexibilité du taux de change, mais en même temps vous donnez des arguments contraires. Je me suis donc un peu perdu et, je me dis pourquoi pas un taux de change fixe à la limite pour réaliser une politique de ciblage ? En effet, les conditions que vous donnez après limitent fortement votre premier argument.

Troisièmement, quand on regarde le tableau 2, on se rend compte que tous ces pays ont eu des taux d'inflation initiaux relativement très élevés, à l'exception de deux d'entre eux. Cela constitue-t-il, pour les pays de l'UEMOA qui ont pratiquement des niveaux d'inflation inférieurs à 5%, une condition assez importante de succès de la politique de ciblage d'inflation. Je vous remercie.

Roger NORD

Président de séance

No, go ahead. Mister BUFFIE

Edward BUFFIE

Couple of questions for Ernest and then one joint question for Ernest and Michel. The model raised a question about whether or not hybrid regimes that target both exchange rate and inflation might not be the way to go for a lot of less developed countries. In connection with that, Ernest, I was looking at the figure that shows the convergence of the rate depreciation and the inflation rate. That's pretty impressive. Tell me, how was that achieved in Ghana ? Did the central bank, did Ghana engage in extensive foreign exchange sales to moderate the path of the exchange rate ? Was Ghana actually following a head rate regime as opposed to a pure inflation targeting regime ? My sense is, that's what a lot of LDCs have to do. In Chile and Brazil, when they faced big attacks on their currencies in 2000-2001, I found out that they couldn't handle them with only interest rates adjustments, there was real interest rates, 25%. They were only able to keep the interest rates to the bond levels by engaging in a massive foreign exchange sale. The second question I have, specifically for you Ernest is that, tell me how did the transmission mechanisms work for interest rates and how do I understand the number you gave us in the paper ? It says that 2% increase in the interest rate resulted in .00004% inflation. I just can't understand what that means. You can answer this way: let's say inflation is 10% in Ghana and the government increases the interest rate 100 basis point, how much does the inflation rate fall ? And is the transmission channel working through the exchange rate ? Or are we talking about an impact holding the exchange rate constant ? A joint question for Michel and Ernest. Michel, if I understood what he said correctly, seems to favor a narrow

band around the inflation target. I thought Ernest held a different position, which was that the difficulty in understanding the transmission mechanism could lead to adoption of the wrong policy that fails and badly damages credibility. Can you guys reconcile your positions ? Ernest, are you in favor of a wide band until the lowering process is concluded by the central bank that has control of how the transmission mechanism works ? I just want to add one more thing about the empirical evidence because this came up a couple of times. It is true that inflation targeting countries have succeeded in dramatically bringing down the inflation rate but so have a lot of other countries. If you had Uganda and Tanzania here, they might very well say : "Look, we brought inflation down to single-digit levels without all this IT hoopla. Why should we should adopt a framework that just ties our hands and reduces our policy flexibility ?

Roger NORD

Président de séance

I very much like the last point because it's absolutely true that other countries have ups and downs equally well but I should add, as I happen to be with the IMF mission, too, for Tanzania. The Tanzanians are very keen to move to an inflation targeting framework now. Now, you could ask why weren't they keen before ? I think, a lot of this has to do, as Ernest was also mentioning, with the sophistication of the central bank and the ability to focus on inflation in the absence of that institutional set up. It's difficult to them to embark on that.

Je pensais qu'il y avait encore une question ici, Monsieur.

Après cela on va redonner la parole au présentateur, allez-y.

Intervenant

Merci Monsieur le Président. Je ne sais pas si ça m'a échappé, mais je croyais que l'on devait parler aussi bien des avantages que des inconvénients de la politique de ciblage d'inflation. J'ai entendu les avantages, mais je crois que les inconvénients m'ont échappé. Je voudrais qu'il revienne là-dessus pour un peu éclairer notre choix.

Concernant l'expérience du Ghana, Monsieur ADDISON a parlé, si j'ai bien compris, d'enquêtes de confiance auprès des consommateurs et des opérateurs économiques. Est-ce qu'il peut nous dire rapidement quelles sont les principales variables d'une telle enquête. En d'autres termes, qu'est-ce qu'on mesure exactement dans ce genre d'enquête de confiance des consommateurs dans les secteurs privés ? Je vous remercie.

Roger NORD

Président de séance

Allez-y

Mama OUATTARA

Merci Monsieur le Président. Juste quelques questions à Monsieur NORMANDIN, puis à Monsieur ADDISON. J'ai cru comprendre, d'après l'exposé de Monsieur NORMANDIN, que les prix sont stables lorsque les agents ne tiennent plus compte du taux d'inflation quand ils prennent leurs décisions. Cela signifie-t-il que le taux de l'inflation anticipée est nul et donc que les agents n'en tiennent pas compte ou qu'il est constant sans être nul ? S'il est constant, il peut l'être tout en étant élevé. Alors, comment peut-on ne pas tenir compte de cela dans ses décisions ? C'est stable, c'est vrai, mais c'est élevé.

Second point : J'ai un petit problème quant à la compréhension concernant le ciblage d'inflation et des prix. Il semblerait effectivement que dans votre graphique, l'on ait une solution d'ajustement. Vous avez dit, lorsqu'on ciblait les prix, qu'il y a une chute qui s'est faite brutalement au point où on passe en dessous du niveau normal, avant de rejoindre par la suite le niveau d'équilibre. Est-ce une réussite de l'ajustement dans ce cas de figure-là ?

Troisième chose : Lequel des coûts des erreurs commises sur les réalisations des taux d'inflation, lorsque l'on cible soit un taux d'inflation, soit un niveau anticipé d'inflation, est plus élevé ?

Une dernière question pour Monsieur ADDISON. Il me semble qu'au Ghana, l'on ait changé l'unité de mesure. Je pense que les prix ont été divisés par mille. Alors, qu'est-ce qui explique ce changement ? Était-ce pour faire du ciblage ? Merci.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie beaucoup Professeur. Je propose que nous retournions aux présentateurs et que chacun d'eux prennent trois à cinq minutes pour répondre aux questions qui ont été soulevées. Après cela, on nous offre une pause-café. Donc cinq minutes chacun. Je propose de commencer par le Docteur ADDISON, puis le Professeur NORMANDIN et enfin le Professeur N'GBO.

Ernest, if you want to start from your side, five minutes.

Ernest ADDISON

Thank you very much Mister Chairman. I will try to answer a couple of the questions.

I think the first question was on three aspects asking about the value, the effects and conditions of inflation targeting. If you ask me what is one of the key conditions for successful IT framework, I would tell you fiscal policy. In the case of Ghana, the fiscal deficit reduced from over 9% to 1.7% and, therefore, the financing need for the budget was taken care of. And that, in a sense, helped us deliver the lower inflation that we refer to. Obviously, the recent challenges also expose the importance of the fiscal policy. We have had a situation in Ghana in which the Akosombo dam is not even able to generate enough electricity and therefore we have had to use food oil to fire and create more plants to generate electricity. All of this, I mean, at a time when, crude oil prices has been really high. So, you can imagine what the pressure on the budget has been. And this is why we keep saying that the fiscal sustainability is an essential part of keeping this whole IT framework intact.

Concerning the staff, we didn't realize we had staff capability until we started to focus. And once, we started focusing, we called the Bank of England to assist us, you know, with a few things and we are pleased with how much the staff there could do. Most of the work that has been done, the empirical work that has been done was done in-house by staff which are already in the bank.

Whether the regime is a hybrid one, I don't think so. We have disagreed with the fund of this issue. I think, we are running a very flexible exchange rate system. Ghana was able to achieve all of this with a considerable build-up in foreign exchange rate. If you look at the period that I am referring to, we did not loose. On the contrary, what we see is a very strong build-up in foreign exchange. In fact, the IMF, at that time was more concerned with the rate at which we were building up foreign exchange than intervention in the market.

On the issues of interest rate transmission, I can say they are very small but I think that the argument that you are making here is that we feel that the impact from the interest rate channel is stronger than the monetary aggregate.

Lastly on the issues of surveys of consumers, we asked them a full range of questions to get a sense of how they see the economy, to get a sense of how they see the exchange rates moving, to get a sense of our own assessment on inflation and its outlook. Trying to gage consumer sentiments on a lot of big issues is important. Once we thought that we have been successful with the inflation targeting, that we have brought inflation down considerably, we needed to deal with the medium of exchange. In a sense that we needed to carry quite a bundle of cedis with you anytime you needed to undertake transactions, we thought all of these issues represented efficiency in the economy, which needed to be corrected given the current policy framework. Thank you Mister Chairman.

Roger NORD

Président de séance

Thank you very much, Doctor ADDISON for the answers. Professeur NORMANDIN, c'est à vous. Cinq minutes

Michel NORMANDIN

Merci pour vos commentaires et questions. Le premier commentaire concerne les biais liés aux indices de coûts de consommation. C'est vrai que les biais sont nombreux, mais c'est valable pour tous les pays. Néanmoins, on doit quand même utiliser cet indice dans la mesure où il est le plus proche des décisions des consommateurs. En effet, puisque l'on vise à réduire l'instabilité liée aux anticipations des prix, il semble plus naturel d'utiliser ces indices, malgré tous les biais.

Concernant les études empiriques, je peux citer un papier, publié dans le Journal of Monetary Economics qui rapporte ces faits et un papier de Gonzalez et Sades à paraître dans Journal of Developing Economics. Vous disiez qu'il serait intéressant de voir si les pays qui étaient mieux avant se sentiraient également mieux après le changement de politique et d'essayer d'associer les différents critères qui sont évoqués dans la littérature aux grandes expériences. Ce serait intéressant d'essayer de le faire, mais c'est quand même assez difficile. Il faudrait un certain temps pour

effectuer ce travail, en particulier lorsque l'on parle de critères de discipline interne et de crédibilité qui sont normatifs.

Il y a aussi quelques questions sur la valeur et la fourchette cible. Le but, encore une fois, c'est de réduire l'instabilité, et quand on parle de stabilisation des prix, c'est en fait au sens propre du terme. Je ne pense pas que l'on vise à avoir une inflation nulle pour avoir un sentier de prix constant. C'est plutôt d'essayer d'éliminer l'instabilité quant aux anticipations des prix futurs. Dans ce sens-là, c'est une cible d'inflation qui est relativement faible et stable. C'est une façon indirecte et imparfaite, mais c'est quand même une façon d'y arriver.

Il y a aussi des questions relatives à la valeur de la cible. Je pense effectivement que ça dépend de la structure de l'économie. Je pense, par ailleurs, que si l'idée est de réduire l'instabilité dans les anticipations et qu'on change au bout de trois mois la cible d'inflation, alors en ce moment-là, on n'est pas sûr d'avoir un succès. Concernant la fourchette, on pourrait effectivement penser à avoir une fourchette un peu plus large, en phase de transition ou d'apprentissage, puis à la réduire progressivement. On a déjà vécu cela avec le taux de change et ce serait possible de faire la même chose au niveau du ciblage d'inflation.

Sur le taux de change en revanche, j'essaie d'avoir une position un peu plus subtile puisque dans les modèles de base, le raisonnement est de dire que si on cible les taux de change, alors on perd le contrôle sur l'inflation. Cependant, les variations du taux de change peuvent aussi avoir un effet sur l'inflation et finalement, le fait d'amoindrir les fluctuations du taux de change peut aider à cibler l'inflation.

Quelqu'un a parlé des règles hybrides qui impliqueraient de cibler non seulement l'inflation, mais aussi le taux de change. C'est intéressant quoique je pense que c'est plus facile de travailler avec des règles qui sont faciles à comprendre et qui sont moins équivoques. C'est plus facile pour les populations de suivre ce qui va se passer.

Concernant l'opposition ciblage des prix versus ciblage d'inflation, il faut dire que les erreurs sur l'inflation ont des répercussions importantes sur le niveau des prix. En effet, si l'inflation est stationnaire, alors les prix deviennent intégrés d'ordre 1, ce qui veut simplement dire que les erreurs s'accumulent au niveau des prix. On se retrouve donc avec une incertitude qui croît dans le temps au niveau des prix. C'est en fait le principal atout du ciblage des prix.

Quelqu'un a demandé s'il y avait également des inconvénients à cibler l'inflation. Je pense que oui. D'abord, je ne pense pas que ça soit un objectif en soi de cibler l'inflation. L'objectif c'est de se donner les moyens pour acquérir plus de discipline monétaire, pour réduire les coûts associés à l'inflation et aussi, dans certains cas, pour réduire la variabilité de la production. Il y a évidemment des inconvénients, notamment des risques de déflation, on perd la flexibilité au niveau des taux de change en principe. Si on fixe le taux de change, alors on peut perdre la flexibilité au niveau de l'ajustement de la politique fiscale. Finalement, si l'application est telle que l'on sorte systématiquement de la fourchette, par exemple, on peut perdre l'appui du public. Au Canada, on a connu une expérience de défiance du public, notamment à une époque où on ciblait la croissance de la monnaie et où systématiquement, on sortait de la fourchette. Le public a alors décidé d'arrêter de croire en ce que la Banque du Canada disait. Il a fallu un bon bout de temps avant de regagner notre crédibilité au niveau de la politique monétaire.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie Professeur NORMANDIN.

Effectivement, le ciblage de l'inflation est une promesse. Il ne faut pas faire de promesse si on ne pense pas qu'on peut s'y tenir. L'inconvénient, si vous voulez, c'est justement qu'on s'encadre et sortir de ce cadre vaut des explications. C'est ça la transparence et c'est ce qui est important. Mais, je pense que c'est bien pour ça qu'il faut qu'une banque centrale soit bien alliée avec la politique économique du gouvernement, pour pouvoir effectivement plus ou moins atteindre l'inflation cible.

Professeur N'GBO, vous avez la parole pour cinq minutes maximum.

Aké N'GBO

Merci Monsieur le Président. Je n'ai pas eu la notification, mais je voudrais, si vous me le permettez, intervenir sur le cas du Ghana. Je pense que l'expérience du Ghana est une véritable étude de cas parce que tout le processus, en amont et en aval, est bien expliqué. Il ressort ainsi que la construction des capacités, en termes de collecte et de production d'informations, est fondamentale pour mener cette politique, mais je vais pas trop m'y attarder. J'ai quand même une petite préoccupation. Lorsque l'on a construit toute cette capacité et que la politique budgétaire est mise en œuvre, alors quels sont les moyens dont on dispose pour réellement identifier l'effet de la politique de ciblage ? C'est la question que je me pose. En d'autres termes, quels sont les moyens dont dispose la Banque du Ghana pour dire que ce qui est observé est bien l'effet de la politique de ciblage ? Je vous remercie Monsieur le Président.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie pour cette dernière réflexion. Une réflexion qui, je pense, est très appropriée à toute analyse économique. Réflexion sur la causalité qui peut effectivement être très différente de toute corrélation.

Je remercie encore une fois les deux présentateurs et le commentateur. Je vous invite maintenant à prendre une pause café pour une quinzaine de minutes. Merci beaucoup.

QUELLES REGLES DE TRANSPARENCE POUR LA CREDIBILITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE ?

Ismâïla DEM

Mesdames et Messieurs, nous débutons notre deuxième séance de cet après-midi, avec la communication de Monsieur Jean-Pierre PATAT, Directeur Général Honoraire de la Banque de France. Les commentaires y relatifs seront faits par Monsieur Hubert KEMPF, Chargé de mission à la Direction de la Recherche de la Banque de France. Je vous remercie.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie beaucoup. Je suis ravi de pouvoir passer la parole à Jean-Pierre PATAT qui nous donnera ses réflexions sur les règles de transparence et la crédibilité de la politique monétaire. C'est un thème étroitement lié à ce dont nous venons de discuter, étant donné que pour tout régime monétaire et surtout pour un ciblage de l'inflation, la transparence et la crédibilité sont absolument primordiales. Sans m'étendre davantage là-dessus, je passe la parole à Jean-Pierre PATAT.

Jean-Pierre PATAT

Merci beaucoup. Mesdames et Messieurs, je me sens très humble devant vous, parce que je suis vierge de tout modèle économétrique, j'ai retrouvé une virginité en matière de central banking et je suis également vierge en matière de présentation PowerPoint. Vous n'en n'aurez pas. Je pars donc avec de très lourds handicaps, mes seuls atouts sont le fait d'avoir pu continuer à suivre ces questions de banque centrale depuis des observatoires différents et peut-être d'avoir eu une autre vision. Par ailleurs, à moins que cela soit devenu une seconde nature, je crois avoir perdu un peu de langue de bois.

La présentation que je vais vous faire sera surtout une suite de réflexions au cours desquelles j'essayerai de voir un peu concrètement ce sujet. Je me référerai beaucoup à deux types d'institutions, notamment en examinant les pratiques qui sont en cours dans les deux grandes banques centrales mondiales, le FED et la Banque Centrale Européenne. Enfin, j'essayerai également de traiter le sujet sous l'angle bien sûr de la politique monétaire dans les pays en développement.

Nous avons, depuis dix ou quinze ans, constaté deux évolutions majeures dans la politique monétaire. D'abord, l'émergence de cette notion de crédibilité qui est essentielle dans un monde financier unifié où les acteurs se sont institutionnalisés et ont pris des tailles qui les mettent en mesure d'être des juges de paix, on peut le regretter, de la gestion économique des Etats.

Deuxième évolution, c'est l'indépendance des banques centrales, elle-même très largement liée à cette nécessité de la crédibilité. Un consensus, pourrait-on dire, a été d'estimer qu'un organisme indépendant était mieux en mesure, non pas d'apporter en lui-même une contribution optimum en matière de stabilité et d'équilibre financier, parce qu'un gouvernement peut très bien le faire, mais qu'il était davantage capable d'agir dans la durée.

Ces deux évolutions ont donc fait émerger une exigence pour les banques centrales, celle "d'accountability", qui renforce la crédibilité en contrepartie obligatoire de l'indépendance.

J'emploie un terme anglais parce qu'il est intraduisible en français sous une forme aussi concise. La notion "d'accountability" implique l'obligation d'information, donc de transparence. La transparence est un élément essentiel de "l'accountability", mais ce n'est pas le seul. "Accountability", si on veut bien, signifie au fond, « être comptable de » et cela peut aller très loin. Ça peut aller jusqu'à ce que « l'on vous remercie », l'on vous renvoie si vous n'avez pas rempli votre mission. Cela ne va pas toujours jusque-là, en pratique, mais je reviendrai sur cette notion dont l'application me semble différencier assez nettement la Banque Centrale Européenne du FED.

La transparence s'opère à plusieurs niveaux.

C'est d'abord une exigence démocratique, en particulier pour une banque centrale indépendante. C'est une exigence démocratique d'abord vis-à-vis du Gouvernement. Il ne faut pas s'enfermer dans une tour d'ivoire et je crois que la présence aux réunions du Conseil de la Politique Monétaire de la banque centrale indépendante, d'un membre du Gouvernement, généralement celui qui s'occupe des affaires économiques, est une bonne pratique. C'était le cas à la Banque de France, avant la création de l'Union Monétaire, mais le représentant du Gouvernement n'avait pas de voix délibérative, cela va de soi. Il participait à la première partie de la réunion qui concernait le panorama économique et financier et, lorsque l'on commençait à discuter de ce qu'il fallait faire, il s'en allait de lui-même. A la Banque Centrale Européenne, quand il m'arrivait d'assister aux séances, il y avait aussi un représentant de l'Euro-groupe, son Président ou un de ses représentants. Pour autant que je m'en souvienne, il assistait à toute la réunion, mais n'intervenait que sur le diagnostic économique et pas dans la discussion sur les décisions de taux. Mon sentiment qui, je crois, est partagé par beaucoup, est que cette présence est très bonne pour les relations réciproques entre les deux piliers de la politique économique et ne nuit absolument pas à l'indépendance de la banque centrale.

Il y a aussi une exigence démocratique vis-à-vis des représentants du peuple, c'est-à-dire le Parlement. A cet égard, il y a des obligations statutaires, notamment celle de présenter son rapport et de le discuter devant le Parlement, ainsi que de venir devant cette institution un certain nombre de fois. Dans la pratique, on peut dire que les dirigeants des banques centrales sont pour la plupart à la disposition des Commissions parlementaires qui s'occupent des questions monétaires et financières.

Il y a aussi une exigence de transparence démocratique vis-à-vis des citoyens qui sont bien à la base, que ce soit directement ou indirectement, de la décision qui a donné l'indépendance à la banque centrale. Ils ont donc droit à une explication permanente.

Un point sur lequel certains voient un clivage entre le Federal Reserve System et la Banque Centrale Européenne, tiendrait au degré "d'accountability", qui est évidemment moins complet chez la Banque Centrale Européenne qu'au FED, en particulier vis-à-vis du Parlement. On voit mal le Parlement Européen destituant le Président de la Banque Centrale Européenne. On ne le voit pas non plus modifiant les Statuts de la Banque Centrale Européenne, ce que peut faire en principe, le Congrès Américain, puisque c'est lui qui a donné un mandat au FED, qui surveille la cohérence de l'action du FED avec ce mandat et qui est théoriquement capable de modifier ce mandat, et notamment de revenir sur l'indépendance, voire d'émettre un vote de défiance vis-à-vis du dirigeant du FED, qui l'obligerait à partir. Cela ne s'est pas produit, mais c'est quelque chose qui est tout à fait dans les textes. En revanche, pour la Banque Centrale Européenne, on ne voit pas quel

pourrait être le degré "d'accountability" de ce type. On estime de ce fait, et c'est la conviction de ses dirigeants, que la Banque Centrale Européenne doit compenser par une transparence poussée à l'extrême ce déficit "d'accountability", dont elle n'est pas responsable, mais qui est évident.

Deuxième point : la transparence est un élément essentiel des relations entre la banque centrale et les acteurs économiques, en particulier les financiers, les banques et les marchés. Elle porte sur la stratégie, l'action et l'explication de l'action.

Concernant la transparence dans la stratégie, j'ai trois exemples.

Il y a évidemment le ciblage d'inflation, dont on a beaucoup parlé tout à l'heure. En principe, c'est l'optimum de la transparence. Il y a un tableau de bord avec un objectif d'inflation et un objectif intermédiaire constitué de la prévision d'inflation à court terme, généralement fondée sur un modèle. Les marchés ne comprennent pas grand-chose au modèle, mais les prévisions du modèle sont pour eux une base solide.

Le tableau de bord de la Banque Centrale Européenne comporte deux piliers. Il y a le pilier monétaire, dans lequel les agrégats monétaires tiennent une place qui est devenue assez légère, pourrait-on dire. De toute façon, il n'y a jamais eu d'objectif de croissance de la masse monétaire, mais une valeur de référence et la Banque Centrale a toujours indiqué que son suivi s'effectuait sur le moyen terme. D'ailleurs, on le sait très bien, la progression de l'agrégat retenu, M3, est très au-dessus de la valeur de référence. Le deuxième pilier est composé d'un certain nombre de données économiques et financières internes et externes qui aident à compléter le diagnostic.

En ce qui concerne le FED, Monsieur BERNANKE avait évoqué, avant d'être nommé, l'éventualité d'adopter le *targeting*. Il n'en est plus question et en vérité, on ne sait pas grand-chose sur le tableau de bord qu'utilise le FED. Il se trouve que c'est très pragmatique, c'est très fluctuant et rien n'est figé.

Concernant la transparence dans l'action, la parole est devenue aussi importante que la décision. Comme on le dit « *open market, open mouth* ». On estime ainsi que l'opacité, la surprise et la pratique des « coups » ne sont plus, en principe, de mise. J'ai personnellement un souvenir funeste de la hausse, tout à fait inattendue, des taux du FED en 1994 qui estimait qu'il y avait des risques de tensions inflationnistes fortes, ce que les marchés n'avaient pas vu. Cette hausse inattendue avait provoqué ce que les spécialistes appellent un bain de sang sur le marché obligataire, c'est-à-dire des moments de panique et des hausses de taux démesurées. Ce souvenir est encore très cuisant dans l'historique des mésaventures des banques centrales. C'est pourquoi il faut éviter la surprise, mais j'ajoute « en principe » parce que tout ne doit pas être, tout le temps, écrit comme sur du papier à musique.

Quel est donc le degré de prévisibilité des actions de la banque centrale ? Je crois qu'il faut trouver un bon équilibre. Il faut que l'action menée par une manipulation des taux d'intérêt à court terme soit complétée par une parole qui contribue à transmettre cette action à d'autres compartiments du marché, notamment le marché à long terme sur lequel la banque centrale n'a pas d'action directe bien qu'elle veuille agir sur toute la gamme des taux.

Je reste dans ce domaine de la transparence dans l'action, pour dire que le ciblage d'inflation offre le maximum de prévisibilité. Théoriquement, c'est comme un thermomètre de radiateur de voiture. A quatre-vingt-dix ou à quatre-vingt-quinze degrés, une soufflerie de refroidissement va

automatiquement se mettre en marche. En ce qui concerne la Banque Centrale Européenne, qui ne pratique pas le ciblage d'inflation, j'ai déjà dit que la transparence était un instrument essentiel de sa crédibilité. On pourrait dire que sa doctrine est « je dis ce que je fais et je fais ce que je dis ». Il y a une communication qui est devenue très élaborée avec des termes choisis et codés, une communication centrée sur l'objectif de maintien d'une inflation à un taux raisonnable. En ce qui concerne le FED enfin, la stratégie de communication est plus pragmatique et s'articule autour de ce qu'on appelle la « balance des risques » et un « diagnostic partagé » avec les marchés, de sorte que les mouvements de taux peuvent être très fréquents et quelquefois surprenants. On n'a donc pas du tout la même logique que la Banque Centrale Européenne.

Enfin, nous avons la transparence dans l'information et l'explication de l'action engagée. Je dois dire à ce niveau que pour les deux grandes banques centrales, et même la Banque d'Angleterre d'ailleurs, leurs pratiques se sont beaucoup rapprochées. Il y a un calendrier des réunions établi bien à l'avance, une explication quasiment en continu qui suit la décision. Aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis et en Angleterre, la publication des prévisions économiques se fait de façon plus ou moins précise. La Banque Centrale Européenne publie des chiffres avec des fourchettes assez larges, mais il est possible que ces prévisions s'affinent à l'avenir. Au total, il y a une assez grande convergence des pratiques à une exception près, la publication des minutes des délibérations du Conseil que la Banque Centrale Européenne ne fait pas dans l'immédiat.

En fait, la transparence a des limites. Elle a d'abord des limites institutionnelles. Bien sûr, quand une banque centrale est indépendante, elle devient vraiment un pouvoir et sa communication doit être extrêmement soignée. La Direction de la communication doit dépendre directement du Gouverneur ou du Président de l'institution. Mais, cela n'empêche pas qu'une banque centrale indépendante soit un collège. Ce n'est plus seulement un homme, car l'indépendance implique la collégialité des décisions. Or, quelle que soit la qualité des hommes ou des femmes qui composent ce collège, il n'est pas forcément toujours possible de leur faire entonner la même chanson, au même moment et au même rythme. Ils peuvent même, sans malice, délivrer des messages que les marchés, qui eux sont souvent très malicieux, peuvent estimer contradictoires et ceci est effectivement une limite à la transparence.

Ensuite, si je reviens à cette publication des minutes, il faut d'abord savoir que lorsqu'elles sont publiées, il ne s'agit pas du verbatim. Le verbatim, aux Etats-Unis, par exemple, il faut attendre cinq à six ans pour l'avoir. Les minutes sont un document qui a été retravaillé. Il n'empêche que l'on sait comment chacun s'est positionné par rapport à la décision finale. On sait très bien, s'il y a un vote, qui a voté oui, qui a voté non. A la Banque Centrale Européenne, au moment en tout cas où j'assistais à ces réunions, il n'y avait pas de vote final, mais un consensus général. Mais bien sûr, avant d'arriver à ce consensus général, certains membres du Conseil avaient exprimé leur idée qui n'étaient pas forcément en harmonie avec la décision finale. Il est donc clair que la publication des minutes permettrait de savoir qui a été pour et qui a été contre l'option finalement choisie. C'est une information intéressante mais, à mon avis, elle n'est pas forcément décisive pour la transparence.

Je voudrais quand même faire remarquer que dans une institution multinationale, les choses sont, de ce point de vue, assez délicates. Je reprends l'exemple de la Banque Centrale Européenne où, en principe, dans le Conseil ne siègent pas le Gouverneur de la Banque de France, le Gouverneur

de la Banque de Luxembourg, le Président de la Bundesbank etc., mais untel, untel, untel, qui sont, en dehors de toute nationalité, des experts et qui ne représentent pas leur pays. Ceci c'est le texte, c'est la doctrine. Il n'empêche que pour les milieux économiques et financiers, pour leurs opinions aussi, ils représentent leur pays. Dans ces conditions, on peut dire qu'un Gouverneur de Banque Centrale dont les minutes montreraient qu'il a été favorable à une décision lourde, par exemple une forte augmentation des taux, parce qu'il a estimé en son âme et conscience que l'intérêt général de la Zone nécessitait cette décision, alors que la situation dans son pays n'est pas favorable, avec par exemple, un marché immobilier en difficulté, ou une grave crise frappant un grand site industriel, et bien, ce Gouverneur serait dans une situation très difficile quand il serait de retour chez lui. C'est pour dire qu'il y a des limites pratiques à la transparence.

Toujours dans le domaine des limites de la transparence, J'ai dit tout à l'heure, à propos du tableau de bord du ciblage d'inflation qu'il était comparable à un radiateur, mais peut-être il faut pouvoir s'abstraire quelquefois de l'indication que donne le thermomètre. En effet, tout à l'heure, un intervenant demandait quel était l'inconvénient du ciblage d'inflation, s'il y en avait. Il me semble que cela pousse à avoir des taux d'intérêt structurellement plus élevés qu'ils ne devraient l'être. Il suffit de regarder ce qui se passe au Brésil et dans beaucoup de pays de l'Est. En Angleterre aussi, les taux sont nettement plus élevés que dans la Zone euro ou ailleurs, bien au-delà du différentiel de croissance.

Par ailleurs, l'exigence de transparence ne doit pas nuire à la crédibilité et à l'indépendance, d'abord vis-à-vis des pouvoirs publics. A ce niveau, il y a effectivement un malentendu à dissiper. Les contacts avec les Gouvernements, les Ministres, qui doivent être très fréquents, ne doivent pas aboutir à ce qu'on pourrait appeler une coordination. Or, c'est souvent sur ce point qu'il y a un malentendu. Très souvent, certains dirigeants politiques, en particulier en France, ont évoqué la nécessité d'une coordination entre la politique économique et la politique monétaire. Mais, il est clair qu'à partir du moment où l'on parle de coordination, l'indépendance est compromise. Cela n'empêche pas bien entendu, que l'on puisse critiquer et donner son avis sur la décision qu'a prise l'autre institution. On voit bien que les banques centrales ne se privent pas de dire ce qu'ils pensent de la politique budgétaire d'un Etat ou des Etats ; qu'il vaudrait mieux faire ceci, ou cela, surveiller les coûts salariaux. Je trouve donc assez bizarre que certains de leurs dirigeants soient quelquefois scandalisés lorsqu'un Ministre dit qu'il n'est pas content parce que l'on a augmenté les taux d'intérêt. On n'est là ni dans le conseil ni dans la pression et il a bien le droit de dire ce qu'il pense d'une décision déjà prise. Il me paraît relever d'une bonne pratique que les choses soient symétriques, qu'on puisse, chacun de son côté, dire ce que l'on pense de ce que fait l'autre.

Enfin, la transparence peut avoir des limites vis-à-vis des marchés. On ne peut exclure de prendre des décisions que les marchés n'attendraient pas, ou de ne pas prendre de décisions que les marchés attendraient. Aujourd'hui, la prévisibilité a fait des progrès. J'avais vu un article dans le bulletin de la Banque Centrale Européenne, il y a deux ans, qui évaluait la prévisibilité des décisions de la Banque Centrale Européenne. Il y apparaissait que cette prévisibilité était devenue très bonne. Il n'empêche qu'il ne peut jamais y avoir de certitudes.

Qu'en est-il, dans les pays industrialisés, du lien entre la transparence et l'efficacité de la politique monétaire ?

Revenons quelques instants sur le duo BCE-FED. Je reviens sur cette stratégie de transparence, que la Banque Centrale Européenne veut absolument maximum, opposée à celle du FED qui estime que l'ambiguïté n'est pas forcément toujours à écarter. La Banque Centrale Européenne a d'ailleurs un mandat clair et simple, elle est transparente dans son objectif et dans l'obligation de respecter cet objectif. Elle estime que ceci est un gage de crédibilité maximum, de transparence maximum qui s'imposerait, compte tenu du fait qu'elle ne peut pas être sanctionnée par les instances démocratiques, à la différence du FED. Je ne dis pas que la BCE souhaite pouvoir être sanctionnée, mais elle sait parfaitement qu'elle souffre de ce déficit qui tient encore une fois à la nature et aux circonstances de sa création, à la nature de l'institution. Il est clair qu'il est très difficile de changer les choses, en l'occurrence les mandats ou les hommes dans la Banque Centrale Européenne. En ce qui concerne le FED, les choses sont très différentes. Le mandat est en principe dual, avec une attitude qui peut paraître beaucoup plus souple en matière d'inflation. J'ai personnellement une idée là-dessus. Je me dis que les Etats-Unis sont un pays de débiteurs, ce qui rend naturellement plus indulgent envers l'inflation et, de plus, un pays où le fait d'avoir un déficit extérieur à peu près permanent, facilement financé par les capitaux extérieurs, aide à limiter l'inflation que provoquerait normalement le déséquilibre entre l'offre et la demande. Quoiqu'il en soit, le FED pratique l'ouverture et le dialogue sur la balance des risques, avec un message qui n'est d'ailleurs pas forcément toujours très clair. Pourtant, certains trouvent que de ce point de vue, le FED est plus opérationnel, plus efficace et mieux compris.

Paradoxalement en effet, la stratégie de transparence maximum de la Banque Centrale Européenne n'est pas forcément considérée comme optimum. Ainsi, malgré ce tableau de bord avec ses deux piliers, où l'on a l'impression d'avoir vraiment tout dévoilé sur les indicateurs que l'on prend en compte, les critiques estiment qu'en fait, c'est plutôt opaque car on ne sait pas exactement quels sont les éléments qui sont privilégiés selon les circonstances. Ainsi, le processus est taxé d'illisibilité et le comportement de la Banque Centrale est jugé rigide. Une rigidité qui rendrait moins apte la Banque Centrale Européenne à faire face à des chocs imprévisibles. Elle serait moins apte également à structurer les anticipations des agents économiques, parce que son message laisserait moins présager que celui du FED quelle sera la suite du coup qu'elle vient de lancer. Par exemple, si elle a baissé ou augmenté ses taux, quelle va être la suite ? Pour certains, le FED a un message qui, même en étant extrêmement codé, laisserait entendre ce qui va suivre et cette faculté de structurer les anticipations réduirait les "lags" entre la décision de politique monétaire et son effet sur l'inflation. Je ne vais pas m'étendre davantage sur ce point, mais il me semble que si les délais de transmission de la politique monétaire sont plus courts aux Etats-Unis qu'en Europe, c'est surtout dû à des mécanismes très spécifiques, que ce soit, pour résumer, la pratique des taux variables ou l'adossement des crédits sur la valeur des maisons, pratiques qui peuvent avoir des effets positifs, mais aussi, vous en conviendrez, négatifs.

Pourtant, il me semble que la stratégie de la Banque Centrale Européenne, relativement inerte diront certains, avec des taux qui ne varient pas pendant des périodes assez longues, a été mieux à même de répondre aux chocs que nous avons vécus depuis un an. Je peux me tromper, mais il me semble que dans la Zone euro il y a, en matière immobilière, un "soft lending", ou en tout cas un choc en retour bien moins violent qu'aux Etats-Unis. En Espagne, où vous avez des taux variables qui étaient presque généralisés, c'est plus dur, mais ce n'est pas non plus un "crack". Je pourrais peut-être choquer certains en disant que la stratégie du FED, avec une première période où l'argent ne

coûte pratiquement rien, suivie d'une deuxième période où le prix de l'argent augmente fortement, passant de 1% à 5,25, et une troisième période où il rebaisse à 2%, a créé un contexte qui n'est peut-être pas étranger aux déboires actuels.

J'en viens maintenant à la transparence et la politique monétaire dans les pays en développement. Ces pays présentent un certain nombre de caractéristiques. D'abord, la modicité des revenus de la plus grande partie de la population et la structure de consommation rendent l'inflation particulièrement dommageable. Je suis tout à fait en accord avec ce que vous avez dit, Monsieur le Président. Dans ces pays les gens modestes sont légion. J'ajouterai que très souvent, ils ne sont pas organisés, syndicalisés, comme le sont les salariés dans les pays riches. Par conséquent, ils n'ont pas toujours les moyens de voir leurs salaires suivre l'inflation. Ils ont, en plus, une structure de consommation lourdement obérée par les produits de base et les produits énergétiques. De ce point de vue, je dirais que dans ces pays, la notion de « core inflation », d'inflation sous-jacente me paraît totalement inappropriée, car elle ne rend absolument pas compte des méfaits que l'inflation peut apporter à la société.

La deuxième caractéristique de ces pays est liée à l'indépendance de la banque centrale. Pour les Gouvernements, bien entendu, c'est un levier de pouvoir important qui disparaît d'autant plus qu'en général cette indépendance s'est accompagnée de la fin des avances aux Gouvernements. Donc, la banque centrale a un rôle très fort. Elle était déjà perçue comme un pôle de stabilité, pas forcément stabilité des hommes ou des femmes, mais stabilité des politiques. Désormais, elle est perçue comme un pouvoir avec une résonance exceptionnelle pour tout ce qu'elle fait, tout ce qu'elle va faire.

Troisième caractéristique, on en a déjà parlé, c'est la surliquidité des banques due à l'afflux de capitaux lequel tient à beaucoup de facteurs et aux avances passées et non remboursées des banques centrales à l'Etat. Cette surliquidité fait que les banques n'ont pas besoin des concours de la banque centrale pour équilibrer leur trésorerie. Tout à l'heure, Monsieur DOSSA a dit qu'à la BCEAO, on avait réussi à remettre « les banques en banque » pour un montant modeste. Je dis que même un montant modeste cela peut suffire. Un euro marginal, cela peut suffire pour pouvoir contrôler les taux sur le marché interbancaire, mais il y a encore beaucoup de cas où les banques n'ont pas besoin des concours de la banque centrale pour se refinancer. Par conséquent, ce que fait la banque centrale, ses mouvements de taux d'intérêt, n'ont pas d'impact sur la politique des banques en matière de conditions de crédit. Enfin, les marchés financiers nationaux sont souvent étroits et peu actifs et la crédibilité de la politique monétaire va donc être évaluée, moins vis-à-vis d'eux, que vis-à-vis des marchés de capitaux internationaux.

Enfin, les banques sont réticentes à prêter aux petites et moyennes entreprises. Elles appliquent des taux très élevés, ou des restrictions de crédit. Je dirais, pour schématiser un peu, qu'en dehors des prêts aux grandes entreprises, qui sont généralement initiés par les banques à capitaux multinationaux, et le micro-crédit, il n'y a pas grand-chose dans beaucoup de pays de l'Afrique subsaharienne.

Quels doivent donc être les impératifs en matière de transparence ? Je crois qu'elle doit être totale et sans ambiguïté sur la détermination en matière de lutte contre l'inflation. La communication dans ce domaine doit également être absolument sans ambiguïté. Je reviens sur la notion de « core inflation » qui nous paraît totalement inappropriée surtout que, pour le moment, elle n'est pas

comprise. Il faut donc bien maîtriser la communication là-dessus. La transparence doit être totale vis-à-vis des pouvoirs publics, à la fois pour un souci pédagogique et pour éviter la méfiance entre les deux responsables de la politique économique qui, j'ai pu le constater, peut exister et nuire gravement à l'efficacité de la politique économique et à l'efficacité du policy-mix. Dans cet esprit, il faut qu'il y ait un dialogue permanent avec le Gouvernement et vis-à-vis des acteurs financiers, en particulier les banques. On pourrait même dire que dans la mesure où sur des marchés surliquides l'action de la banque centrale n'a pas d'impact direct sur le comportement des banques en matière de politique du crédit, la parole doit avoir un rôle considérable. Le tout est de savoir comment graduer cette parole qui doit se traduire par une concertation permanente, nécessaire pour améliorer l'efficacité et la transmission de la politique monétaire, ainsi qu'un meilleur financement de l'économie et du développement.

Merci Monsieur le Président.

Roger NORD

Président de séance

Merci Monsieur PATAT pour cette présentation très intéressante qui a passé en revue des questions qui se posent dans les pays avancés et les met en perspective pour les pays en développement, en se demandant si les mêmes conclusions ne seraient pas aussi valables. Je pense que c'est vraiment une bonne question sur laquelle vous pourrez revenir tout à l'heure. Mais avant cela, je passe la parole à Monsieur KEMPF de la Banque de France pour son commentaire.

Hubert KEMPF

Merci Monsieur le Président. Permettez-moi d'abord de remercier les organisateurs du Colloque sur un thème d'actualité, ainsi que le Gouverneur de la BCEAO, pour m'avoir invité à y participer. J'ajoute également que ce que je vais dire n'engage que moi et ne représente pas nécessairement les opinions de la Banque de France. Cette précaution oratoire est d'autant plus nécessaire, que j'avais conscience que je vais développer un thème pas nécessairement très en cours, dans la mesure où j'insisterai dans ce commentaire des observations de Monsieur PATAT sur ce que je crois percevoir comme les limites de la transparence des banques centrales.

Tout d'abord, je crois qu'il faut un petit peu recadrer la question de la transparence, en particulier, celle de savoir pourquoi on en parle maintenant. D'abord, comme l'a dit Monsieur PATAT, il y a deux sens à la transparence. Il y a un sens d'ordre politique, "l'accountability", que l'on peut rendre en français par le terme de reddition de comptes et le terme même de reddition montre pourquoi on est peu désireux de l'utiliser. Mais, il y a aussi une dimension économique de la transparence et c'est sur celle-là, en tant qu'économiste, que je vais centrer mon commentaire.

La raison de l'actualité du thème de la transparence vient évidemment des avancées de la théorie économique en ce qui est de la réflexion sur la politique monétaire. Il se trouve que nous sommes, cela a été dit ce matin, depuis plusieurs années, engagés dans une reconsidération des bases même de l'économie monétaire. Et il y en a deux éléments qui sont essentiels, la crédibilité ou encore l'incohérence temporelle et la refondation du modèle canonique utilisé par la politique

monétaire, c'est-à-dire le modèle néo-keynésien où la courbe de Phillips néo-keynésienne prend un rôle central avec l'importance qu'elle donne aux anticipations futures. Ce sont ces anticipations futures qui vont légitimer, d'abord, un souci du biais de stabilisation et non pas du biais d'inflation. C'est-à-dire, le fait que les agents peuvent s'engager sur la base de ce qui est avancé par la banque centrale en matière de taux d'intérêt futurs dans certaines actions en matière d'offre macroéconomique, et ultérieurement la banque centrale peut choisir, une fois avoir atteint son objectif d'inflation, de revenir sur l'engagement qu'elle avait pris en matière de taux d'intérêt et ainsi ouvrir un biais de stabilisation, faire en sorte que "l'output gap" ne soit pas au niveau qu'avaient anticipé les agents. Ces éléments de crédibilité, d'incohérence temporelle et de biais de stabilisation, vont nous pousser tout naturellement à beaucoup parler du ciblage d'inflation.

Justement, le ciblage d'inflation consiste à vouloir rassurer les agents économiques en leur annonçant ou en leur laissant voir une politique de taux d'intérêt futurs et d'inflation future. Ce que l'on cible ce n'est pas l'inflation d'aujourd'hui, c'est évidemment l'inflation de demain, ce qu'on appellera l'ancrage des anticipations. Ce qui est important, c'est que les agents croient à ce qui est annoncé en matière d'inflation future. C'est donc un problème d'ancrage d'anticipation sur le futur. Par conséquent, il est impossible de pratiquer une telle politique d'inflation sans une politique de communication. Sur ce point, je crois qu'il y a plus qu'un consensus, pour ne pas dire unanimité. Cela justifie, de ce point de vue, que l'on parle de transparence si l'on veut entendre par transparence quelque chose qui éclaire la perspective économique des agents, en particulier, la perspective inter-temporelle des agents. Il faut donc communiquer.

Ceci étant dit, je crois que ce qui explique que l'on parle tant de transparence, c'est que les événements récents ont montré que communiquer n'était pas sans risques et la crise financière mondiale que j'aimerais pouvoir qualifier de crise passée, mais je ne suis pas sûr que je le puisse et donc je devrais peut-être plutôt parler de crise courante ou « ongoing crisis », nous montre l'un des problèmes auxquels est confronté le banquier central, c'est-à-dire outre le contrôle de la stabilisation macroéconomique, c'est aussi la gestion du risque systémique. Or, cette gestion du risque systémique impose des devoirs en matière de communication tout à fait différents de ceux que requiert une politique de ciblage d'inflation. Je n'en prendrais comme exemple que les remarques faites en novembre 2007 par Mervin KING, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, qui quinze jours avant d'être obligé de manger son chapeau et de venir au secours de la Banque Northern Rock, avait juré ses grands dieux qu'il ne le ferait pas. Plus tard, et après le sauvetage un petit peu laborieux de la Banque Northern Rock, a admis que le dispositif britannique n'était pas nécessairement d'une franche efficacité et que le rôle de la Banque d'Angleterre n'avait pas brillé plus que cela. En d'autres termes, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre témoigne du fait que la communication, en particulier quand il s'agit de la stabilisation financière, est d'une autre contingence qu'en matière de stabilisation. Voilà donc, ce qui m'amène moi à être quelque peu précautionneux à l'égard de la notion de transparence.

Essayons d'avancer ! Je suis d'accord avec Monsieur PATAT quand il évoque l'impossibilité de la pleine transparence. Il ne s'agit pas de tout dire, ne serait-ce parce que l'on en est incapable et que parce que personne n'est en mesure d'écouter un message sans fin. Il s'agit non pas de savoir, s'il faut être transparent, mais plutôt comment être bien transparent ou encore quelle est la bonne transparence. Dès lors, les questions sont difficiles. Il ne faut pas se leurrer et penser qu'être transparent est si simple que cela.

Monsieur PATAT l'a dit et je le rejoins là encore totalement. La première question est de savoir sur quoi doit porter la transparence ? A ce niveau, l'ensemble de nos débats, déjà ce matin, cet après-midi et probablement encore demain, montre que nous-mêmes qui avons quelques capacités en matière de décryptage ou de compréhension de la politique monétaire, nous sommes parfois dans quelques dilemmes, dans quelques incertitudes quant à savoir comment le faire. Alors, quand il s'agira d'expliquer aux autres ce qui est fait ou pourquoi cela sera fait, on sent qu'il va falloir avoir un jugement particulièrement affiné. Cela doit-il porter sur les décisions ? Cela doit-il porter sur les justifications ou les stratégies ? De quelle façon faut-il le faire ? Est-ce que c'est l'ensemble des partenaires de la politique monétaire ou seul un porte-parole autorisé, le Gouverneur ? En direction de qui faut-il le faire ? En direction des opérateurs financiers ? Ce qui est certainement la stratégie privilégiée par la FED. En direction des agents privés ? Ce qui est la perspective, pour aller vite, de la BCE qui est très sensible à gérer des opinions publiques très segmentées. En direction des Gouvernements ? Ce qui est, probablement aussi un problème épineux, en particulier dans les pays en développement.

La question de savoir à qui l'on s'adresse est particulièrement importante, parce qu'elle évoque un danger qui est le risque de la capture. On n'entre pas en dialogue avec quelqu'un impunément. On est obligé de l'écouter. C'est un petit peu ce qui peut se passer, aussi, en matière de politique monétaire. Et je n'en voudrais pour preuve la remarque de Willem Boyter de la London School of Economics sur la FED et sa gestion de la crise que je disais "ongoing", celle de 2007, qui estime que certainement la FED a été trop complaisante à l'égard des pressions exercées par les marchés financiers et d'une certaine façon a été trop accommodante. C'est ce qui explique la baisse rapide des taux d'intérêt que vous mentionnez. Sans vouloir rentrer dans ce débat, je crois que l'on peut conclure sur l'idée que définir la bonne transparence n'est pas si simple et cela représente bien une des limites à la question.

Troisième point : quels sont les prérequis d'une politique de communication de transparence ? Cette politique comporte des difficultés importantes qui ont déjà été évoquées ce matin ou cet après-midi. Je les passe rapidement en revue. La qualité des statistiques est un élément essentiel, mais aussi la qualité de l'expertise technique et des prévisions. On sait que c'est un exercice difficile à faire. Nous avons vu, avec l'exemple du Ghana, à quel point ces questions sont, au jour le jour, au menu du responsable de politique monétaire et du banquier central. Mais également, il faut mentionner la question de l'audit et du contrôle des décisions de la politique monétaire. Il faut aussi savoir évaluer les politiques monétaires, celles qui sont proposées et celles qui ont été effectuées. C'est peut-être là le test central de la transparence. Savoir quand est-ce que le banquier central doit s'expliquer et là encore, rendre des comptes. On sent que sur tous ces points, il y a bien des moyens d'éviter les questions qui fâchent et j'en concluais que l'on a pensé que la transparence était la solution à un problème d'incohérence temporelle ou une solution à un problème de crédibilité. Je crois que le problème évacué par la porte rentre par la fenêtre. C'est-à-dire qu'il y a, en matière de transparence, des problèmes de crédibilité et d'incohérence temporelle que l'on serait bien avisé de ne pas sous-estimer.

Il faut savoir quel est le temps de la transparence. Est-ce qu'il s'agit d'une transparence qui doit s'effectuer ex-ante ou ex-post ? Est-ce que c'est une transparence qui est faite pour annoncer ou pour expliquer ? Là encore, c'est bien difficile de savoir par un coup de baguette magique

répondre à ces questions-là. Nous n'avons pas cette baguette magique. La transparence reste une question épineuse et certainement une limite à la politique monétaire.

A propos de la question des indicateurs de la transparence, Monsieur PATAT a beaucoup évoqué la transparence à l'extrême de la BCE. Sans vouloir donner mon propre avis, je me retrancherais derrière celui d'experts qui n'ont pas évalué la transparence de la BCE comme étant extrême. Dans mon souvenir, elle est, en fonction des études des indicateurs de transparence, en milieu de tableau.

Enfin, mon sentiment personnel, est in fine que la transparence est loin d'être une panacée et n'est peut-être même pas une exigence, comme nous l'avons vu dans la gestion des crises de risques systémiques ou les questions de stabilisation financière. C'est certainement un outil parmi d'autres pour la politique monétaire. Un outil important, mais d'un maniement délicat et dont il ne faut pas attendre des merveilles. Ce qui m'amène ainsi à conclure, en me demandant s'il est aussi souhaitable que ça d'utiliser un terme aussi connoté que celui de transparence en matière de politique monétaire. Je crois qu'il serait peut-être plus avisé pour les banquiers centraux de parler de façon plus neutre, simplement de l'importance de la communication en matière de politique monétaire, parce qu'il est effectif que, et là je rejoins le consensus que j'évoquais tout à l'heure, le banquier central doit gérer les anticipations sur le futur et la coordination des anticipations des agents. Je vous remercie.

Roger NORD

Président de séance

Merci Monsieur KEMPF. Je vous remercie beaucoup pour ce commentaire très intéressant et je dirais même, d'une certaine façon, assez radical dans ses conclusions. Une transparence n'est pas une panacée, ni même une exigence. Je trouve que c'est une thèse intéressante pour la discussion.

Je m'imagine que les pays qui sont dans un régime de ciblage d'inflation ne souscriraient peut-être pas à cette thèse finale, mais aussi je pense que cette conclusion s'appuie sur beaucoup d'expériences, parce que la communication est bien sûr, l'instrument d'un banquier central. La transparence ne peut être qu'un objectif et la définition de la transparence n'est pas nécessairement facile. La communication est par contre l'instrument qui est à la disposition d'un banquier central. C'est effectivement ça la question.

Permettez-moi maintenant d'ouvrir une discussion finale sur ces questions de transparence et de crédibilité. Allez-y Monsieur de BOISSIEU.

Christian de BOISSIEU

Merci à vous deux, pour la finesse de votre analyse. D'abord je ne vais pas faire de la sémantique, parce que les débats sémantiques ne m'intéressent pas énormément, sauf s'ils ont des contreparties de fond. A mes yeux, "accountability", bien sûr, on peut le traduire littéralement par rendre des comptes, la reddition de compte. Je crois qu'en français le terme responsabilité, au sens le plus large du terme, n'est peut-être pas à négliger et il intègre la transparence comme une de ses facettes. La responsabilité d'une banque centrale, à mes yeux, c'est la contrepartie des pouvoirs qu'elle a et de son indépendance. Quand je pense, par exemple, à la Banque Centrale Européenne, j'aurais

tendance à dire, on peut en discuter, qu'elle est peut-être l'institution la plus puissante en Europe aujourd'hui. Je n'ai aucun état d'âme avec cet état de fait. La contrepartie du pouvoir et de l'indépendance, pour moi, c'est la responsabilité au sens de "accountability".

Je voudrais revenir rapidement sur la question de la publication des minutes. Jean-Pierre PATAT le sait ou ne le sait pas, mais avec Michel AGLIETTA, on avait fait un papier pour le Conseil de l'analyse économique, en 1998, c'est-à-dire quelques semaines avant la création de la Banque Centrale Européenne. On avait pris parti, déjà à ce moment-là, pour la publication des minutes, un peu sur le modèle américain ou anglais et avec les quelques semaines nécessaires de décalage pour ne pas avoir d'impact sur les marchés de capitaux. J'ai bien entendu l'argument contre qu'a donné Jean-Pierre et je l'avais aussi entendu, à plusieurs reprises, de la part de Jean-Claude TRICHET. C'est un argument que j'entends depuis 98-99. Je l'entends et en même temps, il ne me convainc pas totalement, parce que l'on peut très bien appliquer cet argument au cas américain. Quand le Chairman de la FED de Chicago, de Richmond ou de San Francisco revient dans sa circonscription et qu'on sait, quatre ou cinq semaines après, qu'il a voté pour une hausse des taux du FOMC, du Federal Open Market Committee, même si l'Illinois ou la Californie n'est pas tout à fait la même chose qu'un Etat Européen, je trouve qu'il risque d'avoir les mêmes difficultés en revenant dans son district qu'un Gouverneur de banque centrale nationale qui aurait voté oui à Frankfort pour une hausse des taux. J'aimerais bien que Jean-Pierre ait l'occasion de revenir là-dessus, parce que même si les Etats-Unis et la Zone euro ne sont pas pareils, je ne suis pas totalement convaincu par la validité de cet argument.

Deuxième point, je te rejoins totalement Jean-Pierre à propos de la « core inflation », en particulier dans les pays en développement. C'est le même débat occasionné par la présentation du Docteur ADDISON. Je pense qu'une banque centrale qui n'aurait pas fait avant de l'inflation targeting et qui le ferait aujourd'hui, en 2008-2009, sur le noyau dur de l'inflation, en excluant les prix du pétrole et des produits alimentaires, se mettrait dans une position politique extrêmement délicate. Car, même si elle pourrait toujours dire « moi je ne contrôle pas les prix du pétrole, ni les prix des produits alimentaires », en terme de communication, elle donnerait le sentiment de faire du targeting sur une variable qui n'intéresse pas fondamentalement la population. L'opinion publique, la population, est intéressée par l'inflation brute, surtout dans ces périodes où il y a, comme on l'a dit ce matin, un choc sur les prix relatifs.

Je termine sur la problématique ex-ante, ex-post. Hubert, je pense qu'une banque centrale n'a pas une obligation de transparence dans ce qu'elle va faire. Elle n'a pas à indiquer ce qu'elle va faire. C'est vrai, en matière de gestion des risques systémiques, c'est tout le débat sur les conditions d'intervention du prêteur en dernier ressort et d'ambiguïté constructive, mais je ne vois pas pourquoi une banque centrale indiquerait ex-ante sa fonction de réaction sur son intervention face à une crise. Donc, par rapport aux problèmes de gestion des crises financières par la banque centrale, je pense qu'il ne faut pas s'attendre à ce que la banque centrale soit transparente sur ce qu'elle va faire. S'il y a une chose en matière de politique monétaire et de gestion des crises, où il doit y avoir transparence, c'est expliquer correctement compte tenu du pouvoir qu'on a, ce qu'on a fait, ce qu'on est en train de faire, mais se réserver pour l'avenir. Donc, ex-ante ou ex-post, je réponds transparence ex-post. Ex-ante me paraît beaucoup et je ne vois pas une banque centrale qui se lierait les mains.

Michel NORMANDIN

J'avais une petite question pour Hubert. Je me demandais si la transparence est exclusivement la communication. C'est aussi communiquer une règle, un "feedback rule" de ce que ferait une autorité monétaire. C'est aussi le choix de cette règle et son application. C'est de faire en sorte que cette règle soit simple et mieux compréhensible. Donc, je me demandais si la transparence est simplement la communication ou si c'est pas un petit peu plus que ça ?

Je me demandais également quelle était la logique économique qui conduit à la conclusion que les pays qui ciblaient l'inflation se retrouvaient avec des taux d'intérêt supérieurs. Est-ce qu'on veut dire que c'est parce qu'on cible officiellement l'inflation qu'on a automatiquement des taux d'intérêt supérieurs ou si c'est pas plutôt le niveau de la cible qui fait en sorte qu'on a un taux d'intérêt qui est plus ou moins élevé ?

Enfin, je ne vais pas commenter le commentaire, mais je n'ai jamais vu le "core inflation" comme une cible de référence. Je vois ça comme un indicateur additionnel qui nous dit qu'une fois qu'on a purgé des éléments très volatiles, à ce moment-là, on a une meilleure idée de l'évolution des prix dans le futur. Mais, évidemment le bulletin de santé du ciblage d'inflation, c'est de cibler l'inflation vérifiée à partir de l'indice de base, jamais à partir de l'indice de référence. Donc, l'idée de purger certaines composantes, c'est uniquement pour avoir un indicateur additionnel qui nous donne une meilleure idée de l'évolution future de l'inflation.

Roger NORD

Président de séance

Je crois que toutes les banques centrales se sont déjà posé cette question de l'indice sur lequel porte la cible. Beaucoup se sont demandé, exactement comme les deux présentateurs, quelle est la mesure qui préoccupe le plus la population ? L'indice qui préoccupe la population, celui que l'on reconnaît, est le « headline inflation ». C'est l'indice qui est publié. Je pense que c'est la conclusion à laquelle sont parvenus les Hongrois et les Tchèques qui ont introduit leur ciblage d'inflation dans la dernière décennie. Mais, je peux peut-être demander à Docteur ADDISON de parler encore un peu de l'expérience du Ghana.

Maybe you can say a few words about your choice to go for a core inflation rather than headline inflation. Did you have any concerns that this would be less recognizable to the general public that you were targeting a measure that nobody really knew ?

Ernest ADDISON

I still think that the judgement on that is still out there because we haven't been really involved in this for a very long time. But I get the point that, if you are looking at the welfare of people, you really want to look at the entire basket. And to exclude significant portions of the basket might be problematic. In our case, the core inflation that we settled down, which excludes energy and utility, means we are excluding just about 5.5% of the basket. So it was really a choice which we made on the basis of making sure that we don't lose the broad concern for, the public's welfare also.

Roger NORD

Président de séance

Thank you very much.

Professeur POLLIN vous avez une question ou un commentaire.

Jean-Paul POLLIN

Oui, je voudrais revenir sur cette question de l'inflation sous-jacente, le « core inflation ». Franchement, prendre le problème en me disant nous allons essayer de cibler l'indicateur d'inflation qui parle le plus à la population, c'est, sans doute, la plus mauvaise façon de procéder. D'abord, parce que ça va poser immédiatement un problème de crédibilité. Je comprends l'argument politique. Il n'empêche, de fait, il y a un certain nombre de prix qui ne peuvent pas être contrôlés par la banque centrale. Ceux dont on parle sont le prix de biens alimentaires, le prix de l'énergie, etc. Dans ces conditions, à quoi ça sert de cibler un indicateur qu'on ne pourra pas maîtriser.

Supposons, indépendamment de cette question, que les banques centrales aujourd'hui, veuillent s'attaquer à l'inflation, à « headline inflation ». Qu'est-ce que ça veut dire ? Ça veut dire effectivement qu'elles vont mener une politique monétaire rigoureuse, je ne fais d'ailleurs que répéter ce que j'ai dit ce matin, qui va s'ajouter à la rigueur imposée par l'augmentation exogène des prix des biens alimentaires et des matières premières. Je ne comprends pas, vraiment je ne comprends pas cet argument.

Je voulais aussi intervenir sur la question de la transparence de la BCE. Non pas en tant que critique de ce que fait la BCE, mais juste pour dire que la transparence pour moi, c'est effectivement la communication d'une façon ou d'une autre d'une règle monétaire. En effet, il y a effectivement un certain nombre de papiers qui montrent que la BCE est plutôt raisonnablement prévisible. Peut-être d'ailleurs plus prévisible que le FED, mais j'ai deux remarques à ce sujet. La première, c'est que lorsque l'on a affaire à une banque très peu réactive, puisque, je rappelle que les taux d'intérêt en Europe sur les dix dernières années ont été compris pendant neuf ans et trois mois, entre 2 et 4%, dans ces conditions, évidemment ce n'est pas très difficile de prévoir. Ensuite, il se trouve que la BCE communique de plus en plus, d'ailleurs sur ses actions à venir, de sorte que par là passe aussi, une prévisibilité. Ça n'empêche que pour essayer de comprendre la règle suivie par la BCE, je ne connais aucun travail, aucune étude qui ait abouti à voir une fonction de réponse, une fonction de réaction stable de la BCE. Or ça, je dis pas que c'est dramatique, et sans doute, ça doit avoir un coup quelque part, parce que si on considère que c'est une bonne chose que les agents économiques puissent anticiper sur ce que va faire la Banque Centrale Européenne parce que a priori, ça rend plus certain leur environnement, je vais pas reprendre tous les arguments qui ont pu être évoqués à ce propos, alors il faudrait connaître cette fonction de réaction. L'argument des épisodes un peu particuliers, du type de risques systémiques qui vont faire dévier la banque centrale de son comportement régulier, ne me paraît pas une objection importante. Au contraire, la banque centrale va pouvoir expliquer qu'elle s'écarte de sa fonction de réaction habituelle, parce que il y a un événement exceptionnel et que, par conséquent, ceci justifie cet écart par rapport à la règle. Donc, je pense vraiment que, si on veut faire une distinction entre communication et transparence, c'est bien là que se pose le problème. Encore une fois, on peut effectivement raconter un certain

nombre de choses, notamment ce qu'on a fait et ce que l'on pense qu'il va se passer, mais c'est pas forcément la transparence. J'appelle transparence, la communication d'une information structurée et un certain comportement systématique.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie beaucoup. Allez-y Monsieur Vidal.

Jean-Pierre VIDAL

Merci beaucoup. Je voudrais juste apporter au débat quelques précisions complémentaires sur la prévisibilité des décisions de politique monétaire. Je crois que, dans ce domaine, il convient de distinguer deux notions de prévisibilité de la politique monétaire.

Il y a d'abord une prévisibilité de court terme qui apporte une réponse à la question : « va-t-on surprendre les marchés financiers par une décision ? » Dans ce domaine, effectivement, comme vous l'avez mentionné, Monsieur PATAT, dans cet article du Bulletin Mensuel de la Banque Centrale Européenne, on montre que la BCE est tout à fait prévisible sur ses décisions à court terme et ne surprend donc pas les marchés financiers.

Il y a aussi une prévisibilité à plus long terme qui se rapproche plus de ces questions de transparence et de communication. En fait, elle ne peut évidemment pas être traitée de la même façon. Une manière efficace de régler ces soucis de prévisibilité à long terme, c'est d'annoncer une stratégie claire qui explique au public, aux marchés financiers en général, comment la banque centrale lit les différents indicateurs économiques. En ce qui concerne la Banque Centrale Européenne, c'est la structure à deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE qui permet au public de comprendre son analyse systématique des données économiques en temps réel, et en définitive ses décisions de politique monétaire. Je crois, qu'il était important, de clarifier cette distinction entre la prévisibilité à court terme et la prévisibilité à long terme. Merci.

Jean-Paul POLLIN

Si vous le permettez, Monsieur le Président, on se disait à midi que l'on n'avait pas beaucoup polémique, alors faisons le juste quelques minutes. Vraiment la BCE, avec sa stratégie à deux piliers, n'a fait que réduire la transparence et augmenter l'opacité. Je veux dire, quand on annonce un pilier monétaire dont on ne se sert pas, lorsque l'on annonce un objectif de croissance de la masse monétaire de 4,5% qui n'a, à peu près, jamais été respecté et quand on regarde les décisions de la Banque Centrale Européenne et que l'on n'arrive pas à y trouver l'écart par rapport à l'objectif de masse monétaire, qu'on ne me dise pas que ça c'est de la transparence.

Roger NORD

Président de séance

Il nous faudrait peut-être un collègue de la Bundesbank pour élucider ce choix. Mais, on peut revenir là-dessus. Allez-y.

Tchéché NGUESSAN

Merci Monsieur le Président. Je suis assez impressionné par le commentaire sur la transparence, parce que l'orateur dit que la transparence n'est pas une panacée, ni même une exigence et il a dit avant ça qu'on ne dialogue pas impunément. Alors, je me mets à la place de l'Etat. On lui dit, écoutez vous avez des motivations politiques qui font que l'on ne peut pas vous confier la responsabilité de la politique monétaire. Il faut donc confier la politique monétaire à votre démembrement qu'est la banque centrale, qui doit être indépendante. Si l'Etat accepte cette demande, c'est parce qu'en contrepartie on lui promet qu'il lui sera possible d'avoir un dialogue constant avec la banque centrale devenue indépendante. Dans ces conditions il me semble irréaliste de revenir sur ce discours aujourd'hui, et soutenir qu'on ne dialogue pas impunément, donc, on ne peut dialoguer avec l'Etat. Une telle position peut entraîner la remise en cause de l'indépendance de la banque centrale.

Ensuite, dire que la transparence n'est pas une exigence suppose une hypothèse. Cette hypothèse est que les banquiers centraux sont des despotes bienveillants. C'est-à-dire qu'ils ne recherchent que l'intérêt général. Ils n'ont pas d'autres types de motivation. C'est une hypothèse que réfute la théorie des choix publics. Les banquiers centraux ne sont pas plus sains que ceux qui animent l'Etat. Donc, de ce point de vue, on a besoin de leur imposer une contrainte. Ils ont quand même besoin d'être transparents. Mais, si on leur dit vous avez la responsabilité de la politique monétaire, l'Etat n'a plus rien à y voir et que par ailleurs, vous n'avez aucune obligation de transparence, vous voyez que ça pose un problème. J'aimerais savoir comment pourrait-on suivre ce que fait la banque centrale indépendante, si elle n'est pas transparente. Merci.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie pour cette question très pertinente et qui démontre d'ailleurs qu'il y a un élément de polémique, même vers dix-huit heures du soir. Je vous remercie beaucoup pour cela.

Dernière question avant de repasser la parole à nos deux présentateurs. Allez-y.

Mama OUATTARA

Juste une seule question sur ce problème. L'on se sent quelque peu découragé lorsqu'il est dit que tout compte fait, la banque centrale ne peut rien faire face à la hausse des prix de certains produits, notamment alimentaires et de l'énergie. Mais, la banque centrale gère un instrument qui est le taux d'intérêt, lequel a un effet sur le taux de change. Or, le taux de change a un effet lorsque l'on importe des produits étrangers. Je crois que le problème qui se pose est qu'en fait la banque a un

problème au niveau du nombre des instruments disponibles parce qu'on peut imaginer que par biais du taux d'intérêt qu'elle puisse agir sur le coût des importations. Dans le même temps, par le taux d'intérêt, elle peut casser la demande globale. Comment peut-on réellement concilier ces deux éléments ?

Il y a donc effectivement, me semble-t-il, un conflit entre ces deux cibles et il faut trouver un nombre d'instruments suffisants pour concilier ces deux objectifs contradictoires. Je crois donc que c'est effectivement un problème d'instrument qui pose problème. La banque n'est pas démunie, mais elle n'a pas ces instruments. Je vous remercie.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie beaucoup pour cette intervention. Prenons la toute dernière question.

Ali Badjo GAMATIE

La toute dernière parce que c'est très intéressant. On a parlé de la FED et de la BCE, vous comprendrez que je veuille un tout petit peu que l'on revienne à Dakar. Et à ce propos, dans tout ce débat, il y a quand même des points très intéressants. La discussion sur la question de « headline inflation » vs « core inflation » est très intéressante. Il y a un autre point tout aussi important. Vouloir confier à une banque centrale le point de gérer l'inflation telle qu'elle se présente maintenant n'a pas beaucoup de sens, il faut être honnête. Ça n'a pas beaucoup de sens d'autant plus qu'une banque centrale s'occupe de l'inflation de demain, pas de celle d'aujourd'hui. Celle-là est déjà là, c'est trop tard. Ça nous amène à la question de la communication et j'ai bien aimé le point que vous soulignez là-dessus, mais je me demande si la transparence n'est pas d'une certaine façon la cravate du costume de l'indépendance ?

Dans tout ce débat, il y a peut-être un mot qui a manqué, qui doit accompagner ce qu'on appelle communication ou transparence, c'est le mot humilité. Parce qu'en tant que banque centrale, on n'a pas vocation à régler à travers la politique monétaire tout le problème de l'inflation qui se pose. Or souvent, on a l'impression que les populations attendent que la banque centrale règle beaucoup plus qu'elle ne peut régler. Elle n'a pas les moyens, elle n'a pas les instruments, ce n'est même pas son mandat. Je pense qu'il faut que l'on soit assez pragmatique et savoir quelle inflation on cible. A côté de la transparence, il faut aussi avoir l'humilité de dire ce qu'on peut faire et ce qu'on ne peut pas faire. Pour notre part, à la Banque Centrale, nous avons coutume de dire qu'on apporte une contribution et ce matin quelqu'un avait évoqué les trois contraintes supplémentaires, notamment en rapport avec la politique fiscale pour qu'on puisse avoir une bonne politique monétaire.

Il ne faut pas perdre de vue d'où vient cette notion de transparence. A un moment donné, pour tout un tas de raisons, on avait vraiment un besoin que les banques centrales soient indépendantes et en contrepartie de cette indépendance, on s'est dit qu'il fallait avoir une transparence. Est-ce qu'on n'est pas allé trop loin ? Est-ce qu'on n'est pas en train de s'égarer dans beaucoup de choses ? Bien entendu, il faut rendre compte. Il a raison, mais j'ai tendance à croire que les banquiers sont

quand même vertueux en règle général. Pour résumer, je voulais dire que dans toutes nos interventions, il faut intégrer la notion d'humilité dans la communication, ce qui rejoint ce que vous dites et avec lequel je suis tout à fait d'accord. On ne dialogue pas avec quelqu'un impunément, parce qu'on est au moins obligé de l'écouter. Si on écoute quelqu'un et qu'on ne prend jamais en compte ce qu'il dit, d'une façon ou d'une autre, on payera le prix quelque part au cours du chemin. Je vous remercie. Merci.

Roger NORD

Président de séance

C'est moi qui vous remercie pour cette perspective additionnelle. Je pense qu'il est évidemment important de ramener le débat au contexte BCEAO, dans votre belle institution où nous nous retrouvons aujourd'hui. Avant de passer la parole à nos deux présentateurs, je pense que la question fondamentale soulevée ici c'est de savoir, si on peut mettre des limites sur la transparence sans sacrifier "accountability" ? C'est une façon de retourner au début de la présentation de Monsieur PATAT qui disait bien que le mot français manque peut-être, mais le concept est clair. Est-ce qu'une banque centrale peut être « accountable » avec une transparence limitée ? Voilà une question de ma part. Je vous repasse la parole, Monsieur PATAT.

Jean-Pierre PATAT

Merci Monsieur le Président. beaucoup de choses ont été dites. Abordons d'abord la question des minutes évoquée par Christian. Effectivement, il est possible, qu'un Président de FED local soit mal jugé par son opinion public, s'il a approuvé une décision qui n'est pas forcément en cohérence avec la situation économique de sa zone. C'est vrai qu'il y a pas mal de divergences entre la situation économique des Etats de la fédération américaine, mais il y a deux choses qu'il faut dire. D'abord les Présidents de FED, que j'appellerais régionales, cela n'a rien de méprisant, ne représentent pas un Etat. Ils représentent une circonscription, dont les limites passent même parfois au travers de plusieurs Etats. Ces zones n'ont rien à voir avec des Etats nationaux. Et il peut y avoir, dans une même circonscription, des « morceaux » d'Etats où la conjoncture est bonne et des « morceaux » d'Etats où elle est mauvaise et où finalement, la décision de politique monétaire serait jugée nuisible ou positive. Un deuxième point sur ce sujet, qui me paraît très important, c'est qu'il y a quand même aux Etats-Unis une conscience nationale, une conscience communautaire si tu veux, que l'on n'a pas en Europe, malheureusement. On vient d'en avoir l'expérience il y a quelques jours. En Europe, il n'y a pas une conscience communautaire et collective. Les intérêts nationaux restent extraordinairement puissants. En conséquence, sans encore une fois faire de cette question une querelle de religion, je ne pense pas que cela soit un aspect décisif dans la transparence de la Banque Centrale Européenne.

Sur la « core inflation », ou inflation sous-jacente par contre, vous l'avez parfaitement compris, ce concept ne me parle pas beaucoup. D'abord, parce qu'il est technocratique. C'est un concept compliqué qui remplace quelque chose de simple. Tout ce qui est simple est faux, dit-on, et tout ce qui est compliqué est inutile. La problématique est de savoir entre quel mal choisir. Il y a des circonstances où, je crois, il faut préférer ce qui est simple, d'autant plus qu'il n'est pas vrai de dire

que l'inflation apparente, même si je ne sais vraiment pas qu'est-ce qu'on entend par « apparente », n'a aucun impact sur les comportements. Quand les salariés demandent des augmentations de salaires, quand les syndicats vont voir les patrons ou même se mettent en grève pour des augmentations de salaires, ce n'est pas sur la « core inflation » qu'ils se basent. Est-ce qu'on va leur dire, « écoutez mes amis, il n'y a pas vraiment d'inflation. Regardez l'inflation sous-jacente, elle n'est qu'à 2% et vos demandes sont infondées ?

Je reviens sur l'inefficacité supposée de la politique monétaire, lorsque l'inflation provient des prix des produits importés. Je réponds également à Monsieur. Il faut éviter ce qu'on appelle les effets de second tour. Durcir la politique monétaire ou ne pas l'assouplir s'il y a des prix importés qui augmentent l'inflation dite apparente, c'est peut-être donner un avertissement aux chefs d'entreprises ou autres, un avertissement sur le coût du crédit qui sera plus cher ou qui ne sera pas assoupli, afin qu'ils n'accordent pas des augmentations de salaires excessives qui seraient précisément de nature à créer ces effets de second tour. C'est peut-être triste à dire, c'est réactionnaire, c'est tout ce que vous voulez, mais c'est cela la réalité. La banque centrale ne regarde pas l'inflation d'aujourd'hui, mais comment elle risque d'évoluer dans les mois, dans les trimestres qui viennent.

La transparence et le risque systémique. Vous avez dit, Monsieur KEMPF, qu'effectivement, dans le cadre du risque systémique, la transparence a des limites. On sait bien que le prêteur en dernier ressort, c'est un peu le désert des Tartares, qu'il ne faut surtout pas en parler, ne serait-ce que pour éviter ce que l'on appelle le hasard moral. Ceci dit, je crois que les choses ont évolué ces derniers mois. Vous avez donné l'exemple du Gouverneur de la Banque d'Angleterre, mais je ne sais pas si son prestige s'est trouvé grandi du fait de son silence. Franchement, je n'en suis pas sûr. Quand les banques centrales ont injecté, pour prendre un terme qui est faux techniquement, mais qui est finalement très parlant, plusieurs fois des liquidités sur les marchés interbancaires et qu'elles ont fait savoir qu'elles étaient prêtes à recommencer si le besoin s'en faisaient sentir, c'était bien un signal qu'il y avait quelque chose de grave, qu'il y avait un risque systémique et qu'elles venaient au secours d'institutions défaillantes, non pas forcément dans leur gestion, mais défaillantes du fait du manque de solidarité, du manque de contreparties sur le marché interbancaire. Il me semble donc que cette expérience que l'on a vécue ces derniers mois, a créé une sérieuse brèche dans les idées reçues en matière de risque systémique et de prêteur en dernier ressort.

Si vous permettez, Monsieur le Président, je vais répondre à Jean-Paul, mais Monsieur Vidal, me corrigera peut-être ou me pardonnera de le faire. Il a évoqué les deux piliers de manière très énergique, en disant que vraiment on ne pouvait pas parler de transparence quand il y avait un objectif de croissance de la masse monétaire qui était brandi, mais qui n'était pas respecté et dont on se rendait compte qu'il y n'avait en fait aucune importance. D'abord, je dirais que ce n'est pas un objectif, ce n'est pas de la sémantique, c'est une valeur de référence qui est appréciée à moyen terme et d'ailleurs la Banque Centrale Européenne a ajouté pas mal de nuances sur la question. Je dirais ensuite qu'il y a eu, et je reviens toujours à ce bulletin de la Banque Centrale Européenne qu'il m'arrive de lire, des explications extrêmement détaillées sur ce qui avait contribué à pousser vers le haut l'agrégat M3. C'était à une période où les marchés financiers et les marchés d'actions étaient absolument pourris et où par conséquent, les gens se précipitaient sur les actifs liquides, sans que cela signifie qu'ils avaient l'intention de dépenser maladivement et donc de provoquer de

l'inflation. Ensuite, il y a eu une période, qui a suivi où le développement du crédit a été à l'origine, presque intégralement, de la poussée de M3. Je crois que ce glissement dans l'analyse a certainement motivé le fait qu'en dépit de ce que l'on lui réclamait, la Banque Centrale Européenne n'a pas baissé ses taux.

Je ne sais pas si je pourrais encore parler pendant vingt minutes, mais je crois qu'il vaudrait mieux que je m'arrête. Concernant l'humilité, vous l'avez dit Monsieur le Vice-Gouverneur, je suis tout à fait d'accord. Vous savez, les banques centrales ne sont que des institutions chargées, parmi d'autres, du bonheur des peuples et c'est cela leur devoir.

Roger NORD

Président de séance

Je vous remercie. Monsieur KEMPF.

Hubert KEMPF

Merci. Je commencerais par la dernière question qui m'a été adressée, sur la panacée ou l'exigence. Je précise ce que je voulais dire. Je voulais dire que la transparence n'est pas une panacée au sens où ça serait un produit miracle. Ce n'est pas non plus une exigence en toute circonstance. Il y a des circonstances où il ne s'agit pas de tout dire, parfois même il s'agit de cacher. C'est ce que je voulais dire.

Ceci étant dit, je suis tout à fait d'accord avec vous sur le fait qu'il y a une obligation de communication et d'explication d'une banque centrale, ne serait-ce que pour des raisons d'efficacité, sans même considérer les raisons éthiques qui sont tout aussi importantes. Mais, en faisant abstraction de l'éthique, rien que pour des raisons d'efficacité, il faut qu'une banque centrale communique. Je crois que pendant cette session nous avons eu trois temps : nous avons eu une présentation, nous avons eu un commentaire et nous avons eu des travaux dirigés. Les travaux dirigés, c'est le débat que nous avons eu, qui illustre les difficultés que nous avons eu es pour définir la transparence. Ou encore, il a montré que la transparence était bien un des éléments de l'art de la politique monétaire. Il n'y a pas de formule toute faite qui nous permettra de trancher. Je sais que, tant Michel NORMANDIN que Jean Paul-POLLIN nous ont proposé leur conception, leur définition de la transparence. Je les reçois, je peux les discuter, mais je leur trouve un grand intérêt. Elles montrent simplement, à l'évidence, que la transparence n'est pas quelque chose d'aussi claire que cela semble ou encore la transparence est une notion bien obscure, encore pour moi en tout cas.

Roger NORD

Président de séance

Merci pour ces mots très sages. Permettez-moi à la fin de la journée de vous communiquer quelques réflexions de résumé. Les deux séances de cet après-midi ont soulevé des questions très intéressantes pour les pays d'Afrique et vraiment primordiales à ce point de leur développement. C'est-à-dire quel est le cadre monétaire approprié ?

Je crois que la question peut être regardée sous plusieurs angles et aujourd'hui, on a beaucoup parlé de ciblage, ici au Siège de la BCEAO. Je ne m'y attendais pas, mais c'est une question qui, pour beaucoup de pays d'Afrique, est vraiment de premier ordre. Je pense que nous avons eu des réponses qui disent oui, le ciblage d'inflation peut être approprié sous certaines conditions préalables, notamment une bonne compréhension du mécanisme de transmission, des prévisions d'inflation qui tiennent la route et la communication bien sûr. Je pense que c'est vrai. Ce sont effectivement des conditions préalables, mais je dirais, en m'appuyant sur mon expérience, que ce sont des conditions préalables pour toute politique monétaire, pas seulement pour le ciblage de l'inflation. Cependant, pour moi, une question demeure encore. Pourquoi de plus en plus de pays se tournent vers le ciblage de l'inflation ?

Les travaux empiriques, le Professeur Normandin en parlait, ne montrent pas nécessairement que les pays qui ont choisi de cibler l'inflation ont des résultats meilleurs. Je pense qu'une réponse que nous pourrions nous faire à cet égard, et ces dernières présentations, ont été très appropriées pour penser à cela, c'est que dans la politique économique d'aujourd'hui, très différente de celle d'il y a dix, vingt ans, « accountability », c'est-à-dire la responsabilité de rendre compte, est beaucoup plus forte qu'il ne l'était. Les banques centrales aussi ressentent cela et le ciblage d'inflation met en place un cadre dans lequel les banques centrales peuvent se structurer pour répondre à cette demande. Ces demandes vont bien au-delà des demandes économiques et reflètent des pressions légitimes, je pense, pour avoir de l'information et pour comprendre ce que le Gouvernement et la banque centrale sont en train de faire. Si on met le ciblage d'inflation dans ce contexte, je pense que ça répond peut-être à certaines questions qui nous restent en fin de journée.

Je vais m'en tenir là, il est 18:15. Je pense que la journée d'aujourd'hui est finie, nous nous retrouverons tôt demain matin, mais avant permettez-moi encore un petit applaudissement pour nos deux présentateurs.

SOUS-THEME 2

CONTRAINTES STRUCTURELLES ET EFFICACITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

APPROFONDISSEMENT FINANCIER ET EFFICACITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci à la BCEAO pour cette invitation et merci de m'avoir demandé de présider les deux séances de la matinée. Je pense que c'est une manière assez efficace pour me neutraliser. Je parlerai peu, rassurez-vous. Je passerai surtout la parole.

Nous démarrons avec la présentation de notre collègue et ami Chicot EBOUE qui, comme indiqué sur le slide, vient juste d'être élu Vice-Président de l'Université de Nancy II. Bravo !

Chicot, tu as 30 minutes pour ta présentation. A partir de 20, 25 minutes, je commencerai à m'agiter et à t'agiter. A toi la parole.

Chicot EBOUE

Merci Monsieur le Président. Je voudrais à mon tour remercier le Gouverneur, le Vice-Gouverneur et toute la Banque Centrale d'avoir organisé cette réunion qui nous est maintenant devenue familière.

Je n'ai pas pu être là hier malheureusement, parce qu'effectivement, notre Président de séance vient de le rappeler, je viens de prendre de nouvelles fonctions au sein de mon université qui, évidemment, contraignent beaucoup. Je suis arrivé à 4 heures du matin à Dakar-Yoff et je n'ai dormi que 2 heures. Vous me pardonnerez donc si je n'étais pas très vif.

On me demande de traiter de la relation entre l'approfondissement financier et l'efficacité des instruments de politique monétaire. En préambule, je remarquerai que la notion d'approfondissement financier est un des rares exemples de « success story » en théorie monétaire. Voilà une notion qui avait été conçue à l'origine, au début des années 70, précisément en 1973, par Edward SHAW et Mc KINNON pour une application aux pays en développement, notamment en Asie, dont les systèmes financiers étaient relativement brimés. Cette notion a été par la suite largement discutée, largement approfondie, et son application s'est étendue depuis lors, au-delà des pays en développement, aux pays émergents et même aux pays industrialisés. Mais, aujourd'hui c'est une notion qui implique d'examiner l'efficacité de la politique monétaire.

A l'origine, l'idée était que la politique monétaire induit nécessairement l'approfondissement financier, dès lors que l'on assiste à une libéralisation des taux d'intérêt. Cette question, qui a largement été débattue, donne lieu depuis à des réflexions nourries pour savoir quels sont les déterminants du développement financier.

En clair, suivant les questions initiales de Mc KINNON et SHAW, est-ce que la théorie nous permet de savoir si la politique monétaire peut induire l'approfondissement financier ? Ou bien, peut-elle contrarier cet approfondissement, si en particulier des institutions financières développées sont bridées par des politiques de réserves obligatoires, et des taux d'intérêt élevés ? Est-ce qu'en réalité l'efficacité de l'intermédiation financière peut être prise en compte ? On a ce questionnement en théorie.

Pour tout vous dire, ce sera le fil conducteur de mon intervention, je pense que la politique monétaire, de nature macro-économique, est peu efficace pour induire l'approfondissement financier. Les politiques microéconomiques visant la construction des marchés sont plus appropriées pour y arriver.

La réflexion que je veux partager avec vous dans ce papier consiste d'abord à revenir sur la relation entre politique monétaire et approfondissement financier, tout en examinant la question de savoir si le développement financier est observé en Afrique. Dans la seconde partie de ma présentation, on essaiera de voir si la politique monétaire peut jouer à rebours vis-à-vis du développement financier.

D'abord, la politique monétaire est-elle un facteur permissif de l'approfondissement financier ? En théorie, la relation est discutable. On a une relation positive très clairement énoncée chez Mc KINNON et SHAW. En un clin d'œil, je pourrais dire que l'on connaissait le triangle d'incompatibilité de MUNDEL, notamment entre autonomie de la politique monétaire, changes fixes et mobilité des capitaux, mais on pourrait indiquer qu'il existe un triangle de compatibilité de Mc KINNON et SHAW, à savoir que la libéralisation des taux d'intérêt nominaux conduit nécessairement à l'approfondissement financier qui est lui-même corollaire au développement économique. Je vous ai mis dans le texte un encadré et un schéma pour justifier un peu pourquoi on peut envisager un tel triangle de compatibilité.

Tout cela est connu aujourd'hui, mais en réalité les travaux empiriques conduisent à affaiblir ce lien positif. D'ailleurs, nous avons parmi nous de jeunes collègues qui ont travaillé sur cette question, en l'occurrence Nasser Ary TANIMOUNE qui a fait une brillante thèse sous la direction de Jean-Paul POLLIN à Orléans, il y a cinq ans. J'étais moi-même rapporteur. En effet, à travers les travaux empiriques, il est établi que dans des pays inflationnistes, la hausse des taux d'intérêt nominaux est tout simplement absorbée par l'inflation, ce qui rend les taux d'intérêt réels négatifs et affaiblit l'effet-prix sur l'épargne. De même, dans les pays à très faible croissance économique, la hausse des taux d'intérêt nominaux n'aura pas les effets (revenu) attendus sur l'épargne et l'investissement. En Afrique, par exemple, cette politique appliquée en Côte d'Ivoire entre les années 1986 et 1997, dans un contexte de ralentissement de l'investissement (-3% des taux d'investissement), n'a pas réussi. Le même constat est valable au Cameroun ou au Nigeria. En revanche, dans des pays non inflationnistes comme le Botswana ou à forte croissance comme le Ghana, la relation est positive.

Le sens de la relation entre politique monétaire et approfondissement financier est donc bien entendu, appliqué aux pays émergents. Cependant, pour ces pays il faut distinguer le cas d'une libéralisation des taux d'intérêt de celui d'une libéralisation intégrale des marchés. A ce niveau également, l'ouverture rapide du compte courant ou du compte de capital peut se heurter à un effet adverse d'appréciation des monnaies, qui vient finalement contredire la libéralisation des taux nominaux. Au total, il semble que les faits empiriques remettent en cause les présupposés théoriques de Mc KINNON et SHAW.

Sur le plan analytique, d'autres arguments viennent étayer cette relation entre politique monétaire et approfondissement financier. Nous en avons quatre. Le premier argument est que les institutions financières qui se développent de façon endogène sont favorables au développement économique, et ceci sans aucune relation avec la politique monétaire. C'est la théorie de la croissance avec intermédiation financière endogène, qui s'inspire des intuitions très anciennes de SHUMPETER au début du 20^e siècle. Cette littérature nous dit que les banques, parce qu'elles savent gérer des asymétries d'information, savent alors sélectionner les projets porteurs qui fournissent aussi des externalités à l'ensemble des marchés de produits. La politique monétaire peut contrarier ce développement endogène des banques, notamment si des politiques de taux d'intérêt très élevés prévalent.

Le second argument qui affaiblit le caractère positif de la relation, c'est le canal du crédit. On connaît l'idée de BERNANKE, actuel Président de la Réserve Fédérale des Etats-Unis, selon laquelle les politiques de taux d'intérêt, qu'elles soient à la baisse ou à la hausse, entraînent une amplification sur l'activité beaucoup plus importante que si l'on considère uniquement le coût de liquidité, parce que les banques ont des contraintes de bilan et surtout de taux de liquidité des dépôts. Dès lors, une politique restrictive par exemple, qui augmente les taux d'intérêt directeurs de la Banque Centrale, va entraîner une baisse de leur ratio de liquidité. Ainsi, elles vont redéployer leurs actifs au détriment du crédit, ce qui impacte leurs bilans. Il s'ensuit alors une baisse des crédits au secteur privé qui dépend beaucoup du financement bancaire. Dans ces conditions, l'impact de la politique monétaire sur le développement financier peut être négatif.

Un aspect plus récent dans cette analyse a été mis en évidence à partir de la fin des années 1990. Il s'agit de la relation droit - finance que quelques collègues aux Etats-Unis énoncent en postulant que lorsque le droit est favorable aux actionnaires et aux créanciers, surtout aux petits porteurs, il peut entraîner le développement du système financier. En revanche, un droit qui ne donne pas beaucoup de place au respect des droits de propriété des créanciers, et sans doute des petits actionnaires, donc un droit de type latin, entrave le développement du système financier.

On peut donc distinguer le système financier régi par un droit d'inspiration anglo-saxonne « Common Law », et qui se développe, du système financier qui se développe peu, régi par un droit d'origine latine qui donne plus de place à des jurisprudences et à des juridictions au détriment de l'efficacité intuitive d'un juge. Cette notion donne lieu, depuis 2006, à un rapport que la Banque Mondiale a adopté, « Doing Business », pour examiner le système financier, notamment par rapport au respect du droit de propriété et du droit des créanciers.

Pour ce qui nous concerne ici en Afrique, vous avez un schéma tout à fait illustratif de cette différence induite par les différences de régimes juridiques respectifs. Dans les pays de colonisation anglaise dont le droit s'inspire du « Common law », la relation entre politique monétaire et approfondissement financier a tendance à être plutôt positive, alors que les pays de colonisation française seraient moins efficaces sur ce plan.

C'est une question très largement discutée et à Nancy nous avons une équipe dédiée aux questions d'économie du droit, la seule d'ailleurs en France. Nous faisons faire beaucoup de thèses en droit et finances et nous pensons qu'il y a beaucoup d'approximations dans l'évaluation de la performance des systèmes juridiques en relation avec l'approfondissement financier. Pour reprendre un seul exemple, l'Allemagne a un droit germanique qui est anglo-saxon et pourtant, elle compte beaucoup de banques mutualistes et coopératives, lesquelles se retrouvent aussi dans des pays latins comme l'Italie et la France. En réalité, la différence ne se fait pas au niveau du droit, dans ce cas précis nous avons un droit d'origine anglo-saxonne, dont la structure du système financier est à peu près comparable à celle des pays ayant un droit latin. L'intérêt de cette réflexion est d'aboutir à identifier la relation entre les systèmes juridiques, les systèmes légaux et le développement des banques et des systèmes financiers. J'étais ici à Dakar, au début des années 2000, et les dirigeants des banques d'Afrique francophones se plaignaient des pratiques juridictionnelles et de nombreuses condamnations de banquiers, alors que les clients, les « modou modou » au Sénégal par exemple, prétextent au moment de rembourser les crédits, qu'ils n'ont jamais signé de contrat de dette. Ils ne reconnaissent plus leurs dettes et les banquiers sont souvent condamnés par les

tribunaux. L'intérêt de cette réflexion est donc d'identifier un certain nombre de critères qui montreraient que le non-respect des contrats bancaires et l'incapacité des juridictions et des juges à discriminer entre les responsabilités des clients et celle des créanciers, peuvent entraver le développement financier.

Le dernier argument, très cher à Christian de BOISSIEU et à Jean-Paul POLLIN, est relatif à une question bien actuelle, notamment la relation entre la globalisation et l'architecture financière internationale. L'idée est de dire qu'une politique financière nationale qui induit des hausses de taux d'intérêt, peut être totalement inopérante, parce que nous sommes dans un système financier global et, qui induit des chocs sur l'économie nationale. Par exemple, l'augmentation des taux d'intérêt de la BCE ne pourra pas permettre de juguler l'inflation dans la Zone euro, puisque les chocs viennent de l'étranger, convoyés par des acteurs de la finance directe internationale. Il faudrait donc une institutionnalisation de la politique monétaire au niveau global pour pouvoir accompagner le développement financier global, voire même atteindre les objectifs de stabilité des prix. En gros, Jean-Claude TRICHET ne peut pas atteindre la stabilité des prix en Zone Euro tout seul. La dernière hausse des taux d'intérêt, en date du 03 juin en est un exemple clair, d'autant qu'elle a induit 10% de baisse du dollar sur les marchés, ce qui conduit tout simplement l'OPEP à augmenter le prix du baril de 10 dollars. C'est d'ailleurs pourquoi depuis le 03 juin, on parle des 10 dollars TRICHET dans l'augmentation du prix du baril.

Ce bref survol de la littérature nous permet de voir que nous avons un portrait en demi-teinte. La politique monétaire peut tantôt induire l'approfondissement financier, c'est un vœu chez Mc KINNON et SHAW, mais la pratique nous montre que tout dépend des effets de seuil. Dans les systèmes financiers embryonnaires, comme c'est le cas en Afrique, la politique monétaire induira difficilement l'approfondissement financier. Précisons que quand nous parlons de système financier embryonnaire, nous sous-entendons ceux dont la taille de liquidité ne dépasse pas 10 milliards de dollars. Par exemple, dans l'espace UEMOA, la masse monétaire représente à peu près 10 milliards de dollars constants. C'est donc un système financier considéré comme embryonnaire. D'ailleurs, pour certains pays, la masse monétaire ne dépasse même pas 1 milliard de dollars. Il est donc peu probable que les politiques libérales induisent un approfondissement financier. Tous les autres arguments ont tendance à nous alerter sur les liens qu'il faut préserver dans le développement des banques. La politique monétaire doit veiller à ne pas brider le développement des banques, notamment par des coefficients de réserve obligatoires très élevés.

Alors, que nous révèle l'expérience ? Vous avez dans le document quelques éléments qui montrent que l'on assiste en Afrique à la montée des ratios de liquidité, mesurés par le rapport des réserves liquides des banques aux actifs totaux et non pas aux dépôts. C'est une mesure indirecte de la surliquidité, même si le choc de 1994 a eu des répercussions réelles. Je l'ai montré il y a trois ans, à propos des déterminants des crises bancaires. Les ratios de crédit au secteur privé sont plus faibles, 10% à peu près, même si là aussi, on a observé une stabilité des prix jusqu'au début de la crise des années 1990. Le crédit bancaire est lui-même pro-cyclique, c'est-à-dire qu'il évolue dans le sens du cycle. Si le cycle est porteur, comme ce fut le cas dans les années 1970 dans la Zone UEMOA, alors le crédit bancaire sera élevé. A contrario, il faiblit, mais avec un décalage de deux à trois ans selon les cas, lorsque le cycle s'inverse. Malheureusement, nous avons travaillé sur des données annuelles, ne disposant pas de données trimestrielles. Autrement dit, l'expérience nous montre que la

libéralisation a quand même induit une certaine montée des spreads de taux d'intérêt - voir la courbe en escaliers -, ce qui confirme que l'on est progressivement sorti de la politique du plafonnement de taux nominaux et de volumes de crédits. Mais, l'on voit qu'à l'orée des années 2000, il y a une stabilité autour de 12 à 13%, même si les coefficients de réserves obligatoires restent élevés, ce qui augmente le coût de l'intermédiation.

Ce que je viens de vous présenter concerne le nouveau paysage des banques, mais l'approfondissement financier concerne également d'autres marchés de capitaux. D'abord, quels sont-ils ces marchés ?

C'est d'abord la micro-finance qui est assez proactive dans cette Zone. J'ai mis quelques chiffres sur la micro-finance, mais je ne les commenterai pas si ce n'est pour dire que l'épargne volontaire est plus importante en Afrique Subsaharienne qu'en Asie et en Amérique Latine où le crédit pur est beaucoup plus connu, les systèmes d'épargne volontaire servant simplement à suppléer à la technique de gestion de portefeuille. Toutefois, par rapport aux dépôts et au niveau d'activité, l'Afrique est beaucoup moins active sur le marché de la micro-finance que les deux autres continents respectifs. Mais, on peut penser qu'en termes de taux de pénétration, c'est-à-dire en allocation de services financiers aux populations exclues, on fait quand même un assez bon score ici dans le continent.

Parmi les autres marchés, nous avons le marché de titres. J'ai un tableau qui montre une tendance réelle à la généralisation des marchés des titres, à long terme en particulier. Je n'ai pas eu assez de temps pour compiler les statistiques sur la capitalisation, mais on a quand même une idée là-dessus. Elle est variable et se situe à environ 40% du PIB au Nigeria, alors qu'en Afrique du Sud le taux est de 170%. En Afrique francophone, elle est encore très faible, environ 39%. Le nombre de firmes cotées est également faible, 39 au total en Côte d'Ivoire contre 75 au Zimbabwe, ce qui montre que nous avons encore beaucoup de marge.

Il existe aussi des marchés secondaires. Certes, ils sont à approfondir, mais j'aime beaucoup ce qui se fait ici sur le marché monétaire de l'UEMOA. Je reviendrai sur ce point tout à l'heure en conclusion.

Après tout ce constat, nous nous posons la question de savoir si la politique monétaire a été à l'origine de ces développements observés ? Oui sans doute pour la micro-finance. En effet, dans cette Zone, ce sont les lois « PARMEC » qui ont été à l'origine de l'adoption du modèle coopératif, même si l'on regrette que ce modèle ait un biais fiscal qui ne favorise pas assez bien le modèle commercial, c'est-à-dire des banques de micro-finance, d'où ma suggestion de faire des réformes dans ce sens. Une autre réforme à faire également, c'est favoriser l'apparition d'autres types d'opérateurs, notamment des mutuelles de santé ou des organismes de transferts d'argent.

Je ne reviendrais pas sur le débat très animé que vous avez eu hier, m'a-t-on dit, sur le ciblage de l'inflation. Notons tout simplement que des performances assez bonnes ont été réalisées en Afrique en matière de lutte contre l'inflation, mais au regard de la hausse des prix alimentaires et du pétrole, on peut quand même s'interroger sur l'efficacité des politiques. Sur le marché des titres, la politique monétaire n'a pas réussi à inverser totalement la part des créances sur le secteur public et le Gouvernement. Là encore, il existe une part importante de l'endettement public qui ne soit pas encore titrisée. Il semble que ce soit là aussi une voie de réforme, parce qu'une façon d'élargir le

marché des titres, c'est d'augmenter la part de l'endettement public titrisé. On voit que l'Afrique connaît une progression qui va de pratiquement 17% entre 1990 et 1994 à 26% dans les années 2000 - 2005. Enfin, la question de la surliquidité des banques reste permanente et je vais en dire un mot en conclusion.

Voilà donc quelques pistes de réformes pour davantage d'approfondissement financier. Mais, il faut se demander si cet approfondissement financier ne joue pas à rebours, du point de vue de la politique monétaire, dans la Zone ? C'est là où le Gouverneur m'attendait un tout petit peu. J'illustre ce jeu à rebours de deux façons. D'abord, à partir d'une étude qu'il faudrait approfondir, j'examine les effets de transmission de la politique monétaire en faisant un petit peu d'économétrie, que nous ferait mieux Nasser Ary TANIMOUNE. Par exemple, nous estimons un modèle VAR en prenant deux variables d'objectif final, le PIB et l'inflation, deux variables d'objectif intermédiaire, le crédit au secteur privé et la masse monétaire, et, puisque nous n'avons pas une série assez complète de taux d'intérêt, nous prenons les variations des réserves de change. En effet, étant donné que la flexibilité est désormais le régime de change dominant en Afrique Subsaharienne, on est tout à fait fondé à supposer que les variations de réserve de change, même si elles ne sont pas totalement exogènes et contrôlées par les autorités monétaires, peuvent servir à des fins de politique monétaire.

Tout ceci nous conduit à deux résultats. Lorsque les variations des réserves sont positives, traduisant une politique expansionniste, l'effet sur le PIB est positif et on a une tendance à la désinflation ce qui, nous dit SIMS, relève d'un « price puzzle ». A contrario, lorsque les variations des réserves de change sont négatives, notamment dans le cadre d'une politique de restriction monétaire, on a un effet négatif sur le PIB. Ces résultats montrent que dans l'arbitrage chômage - inflation, je le dis depuis le début de l'année 2000, la stabilité des prix ne doit pas être considérée comme l'unique objectif. Le chômage est endémique dans notre Zone qui, par ailleurs, est une zone de pauvreté. On devrait même pouvoir mesurer par des méthodes économétriques la relation positive entre la politique monétaire et l'activité, quel que soit l'instrument retenu. J'en avais déjà parlé en 2005 et j'estime, Monsieur le Gouverneur, que la BCEAO en fait trop en recopiant les autres. C'est trop de se fixer des objectifs de ciblage d'inflation dans une zone de pauvreté, parce que même BERNANKE observant le risque de récession aux Etats-Unis, injecte beaucoup de liquidités dans le système, ce qui montre que la politique monétaire doit quand même veiller à l'activité.

Dés lors, que peut-on dire pour expliquer ce jeu à rebours de la politique monétaire ?

D'abord, Monsieur le Président de séance, Monsieur le Gouverneur, Messieurs les Conseillers du Gouverneur, on ne peut pas observer une surliquidité bancaire permanente depuis plus de dix ans bientôt, sans être en mesure de la juguler. La diminution du risque global dans la Zone doit passer par une réforme de la politique monétaire, car c'est à la politique monétaire de trouver la solution à cette surliquidité permanente. C'est d'ailleurs aussi le cas dans la Zone BEAC et un peu partout dans le reste de l'Afrique, notamment dans les pays producteurs de pétrole.

Deuxièmement, l'ancrage fixe du franc CFA à l'euro pose des problèmes de mésalignement permanent. Or, quand on a un problème de mésalignement permanent pendant 5 ans, on ne peut plus dire qu'il est transitoire.

On ne peut pas non plus dire que c'est une cible de change soutenable. TRICHET pratique des hausses de taux pour lutter contre l'inflation. C'est son idée fixe, mais je crois qu'ici il faut absolument

corriger ce mésalignement permanent. Enfin, parce qu'une fois encore il convient de soutenir les marchés, la politique monétaire peut encourager l'approfondissement financier, si elle s'approfondit elle-même. Cela peut être un clin d'œil, mais cela veut dire concrètement que ce sont les réformes micro-économiques qui permettent le mieux d'induire une relation positive entre la politique monétaire et l'approfondissement financier. Ce ne sont pas les politiques macroéconomiques de lutte contre l'inflation. Il faut donc que vous fassiez beaucoup de travail sur les systèmes de paiement, la construction des marchés primaires, secondaires, de couverture des risques et des assurances. Il ne faudrait également pas oublier le marché hypothécaire, afin de faire baisser le prix du foncier. Voilà Mesdames et Messieurs, ce que j'avais à vous dire. Merci.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci beaucoup Chicot. Tu as bien réussi à rester dans le temps, 30 minutes exactement. Merci d'avoir joué le jeu.

Je voudrais dire quelques mots avant de passer la parole aux discutants. Il s'agit juste d'une précision, car je ne souhaiterais pas que l'on passe la matinée à parler de la BCE et de TRICHET. C'est effectivement la menace de la hausse possible de juillet qui a provoqué le phénomène. Pour l'instant, il n'y a pas eu de hausse. Pour l'instant, le taux directeur de la BCE est encore à son niveau de juin 2007, c'est-à-dire 4%. La hausse n'est pas encore effective, donc on n'en parle pas. Vous avez le droit d'évoquer la BCE, mais on ne va pas parler de hausse de la BCE qui n'a pas encore eu lieu pour l'instant. On a juste une menace, ou une indication, d'une possible hausse en juillet.

Je me tourne maintenant vers les deux discutants sur qui je compte pour faire du « time targeting ». D'abord le Professeur SAWADOGO de l'Université de Ouagadougou.

Kimseyinga SAWADOGO

Merci Monsieur le Président. Merci Monsieur le Gouverneur de la BCEAO pour votre invitation. Mon texte n'étant pas imprimé, je me contenterai de mon écran d'ordinateur ce qui, sans doute, pourrait me retarder un peu.

En résumé, je dirai que l'auteur nous a présenté une synthèse des analyses portant sur la relation entre la politique monétaire et le développement du système financier dans les pays africains. Je note ainsi que sa principale contribution a été de dégager, à partir de travaux empiriques portant, sur un certain nombre de pays africains, les liens entre l'approfondissement financier et la politique monétaire. A cet égard, il nous présente les cas du Nigeria et d'autres parties du continent qu'il s'efforce de comparer aux résultats obtenus dans d'autres entités régionales d'Asie et d'Amérique Latine, afin d'évaluer la robustesse de ses conclusions.

Je relève ainsi un certain nombre de points importants. D'abord, Monsieur EBOUE montre que l'évolution des ratios monétaires de ces trente dernières années atteste du développement relatif du secteur financier. Cependant, j'aurais bien apprécié qu'il compare ces ratios avec ceux obtenus dans d'autres régions du monde, afin de voir en quoi ce développement constitue une avancée.

Le deuxième point est relatif à la réforme réussie du système bancaire au Nigeria. L'auteur est revenu là-dessus dans sa présentation, donc je ne m'y attarderais pas.

Troisièmement, la micro-finance s'est fortement développée en Afrique ces dernières années. L'auteur note cette évolution et nous partageons avec lui le constat que ce secteur est resté confiné à des services traditionnels, notamment la collecte de dépôts et la distribution du crédit. L'auteur suggère, à juste titre d'ailleurs, que les banques centrales puissent jouer un rôle à ce niveau.

Dans tous les trois points que je viens d'indiquer, l'auteur montre que la libéralisation financière intervenue progressivement depuis le début des années 90, a été une des forces essentielles du développement financier observé. Autrement dit, une politique monétaire expansive conduirait à un approfondissement du système financier. Cependant, à mon avis, l'auteur ne discute pas suffisamment la relation inverse, c'est-à-dire l'effet de l'approfondissement financier sur l'efficacité de la transmission de la politique monétaire. Cette relation de causalité inverse est peut-être plus difficile à mettre en œuvre, mais elle permettrait de répondre aux préoccupations actuelles des banques centrales désireuses d'adopter une politique de ciblage d'inflation. On peut se poser les questions suivantes par exemple : le développement financier accroît-il les chances de succès de la politique monétaire dans les pays en développement ? Existe-t-il des effets de seuils ? Quels autres facteurs économiques renforcent ces relations ? Quel est l'impact de la segmentation du marché de la micro-finance sur l'efficacité de telles politiques monétaires ?

Les résultats de l'auteur montrent l'extrême faiblesse du taux de bancarisation en Afrique. Il se situerait entre 5 et 10%. Cela met en exergue, selon moi, le rôle que pourraient jouer les banques rurales, développées par exemple en Inde depuis les années 60. Ces banques rurales interviennent essentiellement dans les niches où le secteur privé est absent. Ainsi, entre 1969 et 1990, l'Etat a créé environ 30.000 branches. A partir de 1990, ce rôle de l'Etat a été transféré au secteur privé en exigeant de lui que toute banque commerciale qui ouvrirait une branche dans un endroit désiré, comme une ville, en ferait autant dans les autres endroits moins préférés. C'est un exemple dont pourraient s'inspirer les Etats africains.

En évoquant les difficultés de la politique monétaire face à la poussée inflationniste d'origine non monétaire que nous vivons depuis l'été 2007, l'auteur a aussi touché un point actuel très important. Je note que ce phénomène est ample et semble laissé à lui-même. C'est vrai que j'exagère lorsque je dis qu'il est laissé à lui-même, mais je me demande s'il ne traduirait pas une certaine impuissance des autorités monétaires, révélant ainsi les limites de la politique monétaire, notamment dans les pays en développement. Ce phénomène ne risque-t-il pas d'éroder le crédit que les citoyens pourraient accorder aux banques centrales, puisque à tort ou à raison, l'inflation sera attribuée à la banque centrale ? Certains pensent que seule une coordination et une coopération entre banques centrales, dans le nouveau monde globalisé, pourrait améliorer l'efficacité de la politique monétaire.

Sur le plan empirique, l'auteur a aussi estimé un modèle VAR (Vecteur autorégressif) qui donne des résultats intéressants sur la dynamique des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Cependant, tout comme il le reconnaît lui-même, ce choix a été contraint faute de mieux. Evidemment, j'aurais suggéré à l'auteur de spécifier un modèle de comportement prenant en compte les différents agents et conforme aux principaux enseignements de son analyse descriptive. Ces agents sont les ménages, les banques, les acteurs de la micro-finance (un secteur

émergent et très important en Afrique), la banque centrale et le Gouvernement. Certains auteurs ont, par exemple, montré qu'il existe des effets d'équilibre général qui doivent être pris en compte lorsque l'on évalue les impacts macroéconomiques des mesures de politique monétaire. Or, les modèles sans comportement, tels que les VARs ne permettent pas de caractériser ces effets.

Au total, je note que le papier est riche d'enseignements sur les liens entre l'approfondissement financier et la politique monétaire dans les pays d'Afrique au Sud du Sahara. Je note également que les résultats de l'auteur sont atypiques, notamment qu'une politique monétaire restrictive peut aboutir à une situation inflationniste et qu'en même temps une politique monétaire expansionniste peut s'avérer déflationniste. Si ce résultat s'avère robuste, sous certaines conditions, alors il appelle la banque centrale à bien comprendre la réalité à laquelle elle fait face dans sa lutte contre l'inflation.

Enfin, je note pour terminer que de l'avis de certains auteurs, la fixité du taux de change dans les pays de l'UEMOA apparaît comme un atout qui favorise la conduite d'une politique monétaire optimale, malgré la présence d'effets spécifiques au sein des grands pays. Quant à la nécessité de cibler l'inflation, la nouvelle synthèse néo-classique suggère que des gains significatifs associés à l'élimination de l'inflation pourraient résulter de l'efficacité accrue des transactions et de la réduction de l'instabilité des prix relatifs.

Tels sont, Monsieur le Président, les commentaires que m'inspire ce papier de Monsieur EBOUE qui, encore une fois, jette un regard intéressant sur la situation actuelle des pays africains.

Je vous remercie.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Chicot tu notes bien les questions. Il y en aura d'autres.

Monsieur SODOKIN, vous êtes enseignant à l'Université de Lomé, merci d'être avec nous. Vous avez 10 minutes pour vos commentaires.

Koffi SODOKIN

Merci Monsieur le Président. Je voudrais également remercier l'ensemble des Autorités de la BCEAO de m'avoir invité à ce Colloque.

Le papier du professeur EBOUE, très pédagogique, essaie de mettre en exergue les relations qui peuvent exister entre l'approfondissement financier et les instruments de la politique monétaire. S'appuyant sur la théorie libérale de Mc KINNON et SHAW, l'auteur analyse la transmission de la politique monétaire dans une perspective d'approfondissement financier. Il montre ainsi que les thèses développées par ces auteurs ne sont pas vérifiées dans les faits. Dans les pays en développement, comme l'a bien souligné le professeur EBOUE, les taux d'intérêt réels sont très négatifs, d'où la nécessité de mettre en place des politiques monétaires visant à les rendre positifs. Dans la Zone UEMOA, il a été observé un début de mise en œuvre des mesures proposées par ces auteurs, en l'occurrence la libéralisation engagée à partir des années 90. Cependant, malgré la

libéralisation, une analyse des statistiques sur les taux d'intérêt réels dans la Zone UEMOA montre que ceux-ci n'ont pas été véritablement négatifs entre 1980 et 1990. Non seulement les faits ne confirment pas la théorie de Mc KINNON et SHAW, mais aussi, sur le plan théorique, on avait des auteurs néo-structuralistes comme TAYLOR (1983) et Wijnbergen (1983) qui avaient établi les limites de cette thèse en mettant en exergue le fait qu'il fallait tenir compte de la finance informelle dans les pays en développement. A défaut, on a une vue assez limitée de ce que pourrait être la politique monétaire dans ces pays.

L'auteur analyse le paysage financier des pays en développement, de l'Afrique subsaharienne en particulier, à partir de statistiques sur l'évolution de certains ratios bancaires, de la micro-finance et des marchés. Nous regrettons avec lui l'absence de chiffres sur la capitalisation boursière, de la BRVM par exemple, mais je voudrais, m'appesantir un peu sur le cas des institutions de micro-finance qui, comme le dit Monsieur EBOUE, sont en plein développement. A ce niveau, la question que je me pose relève de la politique monétaire. D'un point de vue général, on pourrait dire que ces institutions jouent un rôle important. Cependant, dans le contexte actuel des pays de l'UEMOA, il faut se demander ce que font réellement ces institutions de micro-finance en tant qu'intermédiaires financiers. Il est important de se poser cette question, afin de bien orienter les mesures de politique monétaire. On sait bien, Monsieur SAWADOGO l'a précisé, qu'elles font de la collecte et distribuent des crédits qui servent soit la consommation des ménages, soit au financement des activités des micro-entreprises de production. Mais au-delà de ces fonctions classiques, on ne sait rien sur ce qu'elles font d'autre. Que font-elles réellement qui pourrait interpeller les autorités monétaires en terme de formulation et de conduite de la politique monétaire ? C'est un point que je souligne et sur lequel je voudrais avoir l'avis du professeur EBOUE qui le connaît très bien.

Je pense, personnellement, que ces institutions de micro-finance sont non seulement des banques de facto, parce qu'elles font le métier traditionnel de banque, notamment la collecte et l'allocation des ressources, et elles sont en train de se doter également d'instruments de gestion du risque. On peut dire que progressivement, les institutions de micro-finance sont quand même en train de s'étendre, d'évoluer vers un métier complet de la banque.

Concernant le marché financier de l'UEMOA, certes il est encore embryonnaire, mais je me demande quand même s'il n'était pas possible de mener des études pour voir quel peut être l'impact de la politique monétaire en tenant compte du « q de TOBIN », c'est-à-dire le rapport entre valeur boursière et le coût de renouvellement du capital, puis en intégrant la prime de risque de BERNANKE. Je me pose cette question parce que le professeur EBOUE a évoqué BERNANKE qui, à la suite de certaines analyses qui prennent en compte le « q de TOBIN » pour analyser l'impact de la politique monétaire sur les variables macro-économiques, lorsque le coût des actions évolue, a suggéré qu'on pourrait également prendre en compte les primes de risque. En effet, soutient-il, une politique monétaire expansionniste aurait tendance à amoindrir les risques et à provoquer un effet un tout petit peu favorable sur l'activité économique. Ce point, je ne l'ai pas vraiment constaté.

Pour conclure, je noterais que l'auteur a essayé de faire un test économétrique en intégrant dans son modèle une variable crédits à l'économie. Je voulais savoir quels sont les éléments qui rentrent dans cette variable. Tient-elle compte de l'activité du marché financier et des institutions de micro-finance ? Je sais qu'il est difficile de collecter les données sur la micro-finance, mais elles sont de plus en plus disponibles. Ainsi, leur prise en compte permettrait de capter l'évolution des institutions de

micro-finance dans l'analyse du lien entre le développement financier et les orientations de politique monétaire.

Je crois que c'est tout ce que j'avais à dire de manière humble sur le papier du Professeur EBOUE. Je vous remercie Monsieur le Président.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci.

Je vais revenir sur deux questions transversales abordées par les discutants. D'abord, il faut dire que les changements structurels que tu analyses dans les systèmes financiers intéressent la politique monétaire principalement. Je ne dis pas « seulement », mais « principalement » dans la mesure où ils vont avoir des incidences sur les canaux de transmission de la politique monétaire. Il me semble donc qu'une partie du débat sur les changements structurels, l'approfondissement et l'essor ou pas des marchés de titres, a trait aux modifications des canaux de transmission. C'est d'ailleurs pour cela que l'on parle du canal de crédit que tu évoques à plusieurs reprises dans ton papier. Tout ceci a forcément un impact sur la stratégie monétaire, car celle-ci est conditionnée par les canaux de transmission. En effet, c'est un peu le même débat sur les stratégies monétaires que nous avons eu hier, mais nous allons voir, encore une fois, que celles-ci ne se réduisent pas au problème de « targeting ». Savoir ce que l'on cible n'est qu'un aspect du débat sur les stratégies monétaires. Ce n'est pas l'alpha et l'oméga. J'aimerais bien que tu reviennes sur cette question des liens entre structures, canaux de transmission et stratégies monétaires, d'autant que tu as toi-même parlé de l'efficacité de la politique monétaire.

Deuxième question : pratiquement le seul moment de la journée d'hier où on a parlé des marchés de titres et des problèmes de financement intermédié versus financement désintermédié, c'était à l'occasion de la présentation du papier de Pierre-Richard AGENOR, ce qui n'est pas étonnant, puisqu'il a fait beaucoup de travaux là-dessus. Grâce à ton papier, on revient sur cette question délicate des marchés de titres. J'aimerais avoir ton avis sur une question concrète, celle de l'approche séquentielle de l'émergence des marchés. Plus précisément, comment faire émerger des marchés de capitaux dans une zone qui n'en a pas beaucoup ? On est confronté à des questions concrètes de séquence. Je n'ai peut-être pas assez bien lu ton papier, il est trop tard d'ailleurs, mais sur ce problème d'émergence des marchés de titres, une question très concrète qui se pose à un économiste conseiller de tel ou tel Gouvernement est de savoir s'il faut préconiser une séquence dans laquelle on démarre par le marché obligataire en le rendant suffisamment liquide avant de s'intéresser aux marchés d'actions ou bien adopter la séquence inverse.

Je me pose cette question, parce que la problématique n'est sans doute pas la même en Afrique de l'Ouest qu'en Afrique Centrale. Dans la sous-région d'Afrique Centrale, tous les six pays membres, à l'exception de la République Centrafricaine, sont producteurs de pétrole. Pour ces pays producteurs de pétrole, la notion de contrainte de finances publiques n'a pas le même sens que lorsque l'on n'est pas producteur de pétrole, notamment en terme de financement des déficits. Il y a deux mois, j'étais à un Colloque à Libreville et une bonne partie du débat a porté sur la solidarité entre les pays producteurs de pétrole et les pays non producteurs de pétrole à l'intérieur de la sous-

région. Les enjeux de cette question ne sont évidemment pas les mêmes avec le baril à 140 dollars qu'avec le baril à 30 dollars.

Pour revenir à la question de la séquence dans la construction des marchés, j'ai mon avis là-dessus, mais c'est le tien qui nous intéresse. Partant de l'idée que l'on ne peut sans doute pas faire les deux en même temps, est-ce qu'à ton avis, l'essor d'un marché obligataire peut faciliter l'essor d'un marché d'actions ? Est-ce qu'il y a des « crowding in effects » plutôt que des « crowding out effects » ? C'est ce qu'on appelle les effets d'entraînement du marché d'actions par le marché obligataire plutôt que des effets d'éviction. C'est une question qui n'a pas du tout été abordée hier, parce que elle n'était pas au cœur du débat sur le « targeting », mais ces questions de structure financière ont une incidence sur les canaux de transmission et la manière de concevoir la politique monétaire.

Maintenant, nous allons recueillir les questions des autres participants. A la différence de mes collègues d'hier, je vais alterner la droite et la gauche et n'y voyez aucun sentiment personnel.

Jean-Paul on démarre par toi.

Jean-Paul POLLIN

Merci Président. J'ai deux questions et la première rejoint un peu ta première question, Christian. Je me demande s'il y a une relation directe entre approfondissement financier et efficacité de la politique monétaire. En fait, une politique monétaire peut être efficace dans un système où le développement financier est relativement faible. On avait une politique monétaire efficace du temps de l'encadrement du crédit, notamment lorsqu'il était suffisamment strict. Aujourd'hui, dans un système où les marchés financiers sont plus développés, on peut aussi avoir une politique monétaire efficace. On cherche l'efficacité à travers le contrôle des taux d'intérêt et l'infléchissement de la structure des taux d'intérêt. Je me demande donc si le problème n'est pas plutôt de trouver quelles sont les formes d'intervention de la politique monétaire, selon les types de système financier. C'est moins de savoir si la politique monétaire va être plus ou moins efficace selon tel ou tel système, mais plutôt de savoir quel type de stratégie, et surtout quels types d'instruments et de dispositif opérationnel mettre en place, selon les systèmes financiers.

Ma deuxième question est plus technique. Je ne sais pas de quelles réserves voulez-vous parler, en disant que l'augmentation des réserves est conçue comme une politique restrictive. Je suppose que vous voulez parler des réserves obligatoires, mais s'il s'agit des réserves des banques, y compris les réserves libres.

Chicot EBOUE

Ici c'est la variation des réserves de change.

Jean-Paul POLLIN

Alors là donc, je ne sais plus quoi en penser, mais je poursuis quand même ma pensée, car je me demandais en quoi l'augmentation des réserves pourrait avoir un impact sur le comportement des banques dans un système surliquide.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Tchéché, tu as la parole.

Tchéché N'GUESSAN

Merci Monsieur le Président. Je voudrais commencer par saluer mon ami Chicot que je n'ai pas vu depuis longtemps et le féliciter pour cet excellent travail, qui me rappelle un papier que j'avais moi-même fait sur le développement financier. Un thème dont le précurseur est Raymond Goldsmith. Je pense qu'il l'a évoqué, même si on ne le retrouve pas dans la bibliographie, mais ce n'est pas le plus important.

Je voulais commencer par dire que je suis heureux de constater que le secteur financier se développe en Afrique. Je suis également d'accord avec Chicot. Pour que ce développement financier soit approfondi, notamment dans l'UEMOA, il faut lever un certain nombre d'obstacles liés à l'absence de concurrence entre les banques. C'est quand même un point important. Il faut que les grandes banques puissent maintenant entrer en compétition avec d'autres institutions financières.

La question des droits de propriété, notamment la sécurité juridique et judiciaire est tout aussi importante. Quand j'étais Directeur de Cabinet du premier Ministre en Côte d'Ivoire, j'ai eu à traiter des problèmes que j'avais moi-même hérités de Jean-Claude BROU qui m'avait précédé à ce poste. Pendant vingt ans, certaines affaires pendantes n'ont pu être résolues par la Justice. Elles ont traîné en longueur, parce que tantôt un acteur avait raison, tantôt un autre et ainsi de suite. De telles situations mettent le système bancaire en situation d'insécurité, ce qui fait que les banques sont réticentes à accorder des crédits. Au nombre des problèmes qu'elles rencontrent, il y a le fait que les garanties ne peuvent pas être revendues. Les banques ne le peuvent pas, en raison des dysfonctionnements de la justice. Mais, ce que je dis là n'est pas propre à la Côte d'Ivoire ; le problème de l'environnement des affaires et notamment celui de l'insécurité juridique et judiciaire est un véritable sujet de développement économique et social. C'est assez dire que le cadre juridique et judiciaire doit être assaini.

J'ai aussi apprécié dans le papier les développements faits sur les effets de seuil d'efficacité de la libération financière sur l'épargne, l'investissement et le développement financier. Tu dis que pour que ce soit efficace, il y a deux éléments qui comptent : le rythme de croissance économique et le niveau d'inflation. Pour illustrer le rythme de croissance économique, tu as évoqué le cas de la Côte d'Ivoire sur la période 86-94, en montrant que le programme d'ajustement financier a échoué parce que l'investissement était à -3%. Je me demande si ce sont ces statistiques qui permettent de soutenir ta thèse. Pourquoi ? Parce que la crise économique a commencé en Côte d'Ivoire en 1981, avec la chute des prix des matières premières. Naturellement, l'Etat n'avait plus les mêmes moyens qu'auparavant, le secteur privé également. C'est peut-être cela qui explique que l'investissement ait chuté. Ce n'est pas nécessairement imputable à l'échec de la réforme financière, d'autant plus que sur la période 76-85, tu dis que l'investissement était à 20%. Il fallait ajouter qu'en cette période, la Côte d'Ivoire connaissait une certaine santé économique. Malheureusement, tes données s'arrêtent en 94, année de la dévaluation marquant également en Côte d'Ivoire un regain de

dynamisme économique. Il aurait fallu peut-être aller plus loin pour que les statistiques utilisées illustrent bien ta position. Peut-être, faudrait-il revoir ce point, pour que ton papier soit plus parlant de ce point de vue.

Enfin, j'ai retenu ce résultat fort de ton papier, à savoir qu'une politique monétaire restrictive peut se révéler inflationniste. C'est vraiment important comme résultat, mais tu ajoutes qu'une telle conclusion peut être discutable. Pourquoi dis-tu qu'elle peut être discutable ?

Merci beaucoup Monsieur le Président.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Roger NORD, tu as la parole.

Roger NORD

Merci Monsieur le Président. Permettez-moi de faire quelques observations sur la thèse centrale, c'est-à-dire la relation entre la politique monétaire et l'approfondissement financier. Premièrement, je suis tout à fait d'accord que pour l'Afrique subsaharienne toute entière, non seulement dans la Zone UEMOA mais aussi ailleurs, l'approfondissement du système financier est un grand défi. Un grand défi, mais également un objectif très important car le lien entre l'approfondissement du système financier, la croissance et la réduction de la pauvreté est bien établi dans la pratique. Mais, lorsque je regarde les statistiques je me rends compte que la profondeur du système financier est moins importante dans la Zone UEMOA qu'ailleurs en Afrique subsaharienne. En conséquence, je peux dire que le défi y est peut-être plus important.

Comme deuxième observation, je voudrais dire que je suis d'accord que les réformes micro-économiques sont aussi très importantes. Vous parliez de réformes du système juridique. Elles sont sans doute importantes dans les pays francophones, mais aussi dans les pays anglophones que je connais bien. L'efficacité du système juridique est souvent moins que désirable et les moyens pour s'assurer que les contrats sont respectés difficiles.

En revanche, je ne suis pas d'accord sur un point qui, peut-être, paraît évident. D'après mon expérience, l'efficacité de la politique monétaire joue un grand rôle dans le développement du système financier. Je pense aux pays d'Afrique de l'Est que je connais et peut-être même que notre collègue du Ghana pourrait en dire autant pour son pays, parce que je m'imagine que ça peut être pareil. Quand vous sortez d'une instabilité macro-économique, l'efficacité de la politique monétaire joue un très grand rôle pour rétablir la crédibilité, y compris la crédibilité du secteur financier. Pour la Zone, aussi bien ici que dans la Zone CEMAC, ce sont peut-être des souvenirs très lointains, mais en Afrique de l'Est ce n'est pas le cas. Il y a quinze ans par exemple, en Tanzanie et même en Ouganda, l'intermédiation financière était très faible pour de multiples raisons, y compris l'instabilité macro-économique. Mais, grâce à la mise en place d'une politique monétaire efficace et la conduite de réformes structurelles appropriées, le système financier a pu se développer. En Tanzanie par exemple, le ratio de la masse monétaire rapportée au PIB représente aujourd'hui le double de ce qu'il était il y a dix ans, ce qui traduit un approfondissement rapide du système financier. Sans une

politique monétaire efficace, qui a permis d'éponger les excès de liquidités, cela n'aurait pas été possible. De plus, l'inflation est basse et se situe entre 5 et 7%, à peu près le même niveau qu'en Ouganda. Donc, il me semble important de préciser qu'en Afrique subsaharienne, la conduite d'une politique monétaire efficace est une condition préalable à l'approfondissement du système financier. Merci Monsieur le Président.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Monsieur le Gouverneur, tu as été interpellé gentiment.

Ali Badjo GAMATIE

Je vous signale que c'est la Banque Centrale qui organise ce Colloque. Nous sommes donc prêts à être interpellés et nous ne le voyons pas comme ça. Nous le voyons comme une façon de confronter ce que nous faisons avec le monde des universitaires et de la recherche. Pour nous, ce qui compte à la fin de la journée, c'est que les experts que vous êtes dans vos universités et centres de recherche respectifs, nous aidiez à faire le point entre la théorie et notre pratique, afin que nous puissions voir comment adapter, au besoin, ce que nous faisons. Ce serait donc dommage si nous étions d'accord sur tout ce qui se passe. Mais, une fois que l'on enlève la charge émotive de la passion de Chicot pour ces questions-là, j'ai quand même le sentiment qu'il trouve que ce que nous faisons est bien.

Je voudrais quand même dire trois choses.

Premièrement, la création d'une zone monétaire relève d'une décision politique. La décision de nos Autorités, confirmée dans notre réforme qui va être adoptée, se fait dans le cadre de nos accords de coopération qui instituent la Zone franc. Nous sommes dans ce cadre là, et chacun peut avoir le sentiment qu'il veut là-dessus. C'est une décision politique qui ressort de ce cadre qui est une donnée avec laquelle nous travaillons.

La deuxième chose que je voulais dire a été évoquée par le dernier intervenant. Il ne faut pas oublier que lorsque l'on a été confronté à cette crise, non pas de liquidité mais de solvabilité, tout notre système bancaire a été menacé. Cela crée des comportements de peur qui font que les gens se protègent en gardant leurs liquidités. Regardez, par exemple, ce qui se passe en Allemagne, où les gens sont encore traumatisés par l'inflation. Chez nous, il n'y a pas si longtemps, nous avons connu des problèmes avec notre secteur bancaire et pour la plupart, ce sont les mêmes banquiers qui sont toujours là. Cela explique peut-être ce comportement par rapport à la liquidité.

Maintenant, revenons-en au thème. Chicot dit, en gros, trois choses : vous avez trop de réserves, vous avez un niveau d'inflation que vous fixez trop bas et vous êtes ancrés avec une monnaie surévaluée. C'est juste une partie de ce qu'il dit, mais il faut savoir qu'il n'y a qu'une alternative : on fait une zone monétaire ou on ne la fait pas. Si on fait une zone monétaire, il faut se poser la question du choix du régime de change, fixe ou pas. Une fois que ce choix est fait, on l'assume tout autant que ce qui va avec.

A propos du financement de nos économies, il le dit très bien, dans notre Zone le taux de financement par les marchés se situe entre 3 à 5% du PIB, ce qui est relativement faible comparé à ce qui se passe dans d'autres pays, comme l'Afrique du Sud par exemple. Cela veut dire que nous avons des marchés financiers qui sont à leur début. Je vous signale d'ailleurs, que c'est la Banque Centrale qui a porté la création de ces marchés et qui est encore en train de les porter. C'est aussi le cas du micro-crédit que la Banque Centrale continue de porter, comme il l'a dit lui-même. C'est d'ailleurs pour ça que dans la réforme, nous disons qu'il faut que nous continuons à accorder une attention particulière à ce secteur, compte tenu du rôle important qu'il joue dans notre Zone. C'est un tout petit peu ce que nous sommes en train de faire et une place importante est faite à ce secteur dans le cadre de la prochaine réforme qui doit entrer en application, je l'espère, en début d'année prochaine.

A propos de l'efficacité des instruments, il semble dire que pour le moment, c'est plutôt par le canal du crédit qu'ils opèrent. Il n'y a pas de marché secondaire et il existe très peu d'instruments financiers, que ce soit par les micro-crédits ou que ce soit par les banques. C'est un constat sur lequel il n'y a pas de discussion. Mais, en matière d'actions à mener, et c'est ce qui compte pour nous à la fin de la journée, est-ce qu'on doit continuer à porter le micro-crédit comme nous sommes en train de faire actuellement ? Est-ce qu'on doit continuer à soutenir les marchés financiers, oui ou non ? Est-ce qu'on doit continuer le ciblage d'inflation ? Qu'est-ce que ça aurait changé, en terme d'inflation ? Je crois qu'il n'était pas là hier, mais on a conclu que c'était plus un problème de prix relatifs qu'un problème d'inflation alimentée par une mauvaise politique monétaire. En somme, qu'est-ce qu'on aurait pu faire dans le cadre qui est le nôtre qui soit fondamentalement différent de ce que nous sommes en train de faire ? C'est la question fondamentale à laquelle nous allons répondre quand vous serez tous partis ce soir et demain matin.

Je connais la position de mon ami et je sais ce qu'il dit et je le respecte, mais par rapport à ce que nous faisons sur le marché, peut-être que nous sommes en retard et ça il faudrait qu'on nous le montre, nous travaillons avec des partenaires qui ont leurs propres contraintes. Nous aurions souhaité nous-mêmes que ça aille beaucoup plus vite sur un certain nombre de dossiers. Malheureusement ça traîne, mais n'empêche, nous sommes toujours là-dessus. Qu'est-ce qui ressort de tout ça par rapport à l'environnement ? Je ne vais pas reprendre la discussion sur le ciblage de l'inflation ou sur l'inflation sous-jacente. C'est vrai que, comme le disait avec beaucoup d'humour hier notre Président de séance, on ne peut pas dire aux gens allez-y vous rhabiller, « core inflation » vous dit que tout va bien. Ce qui m'intéresserait à la fin des réponses que Chicot va apporter, c'est d'avoir des propositions précises dans les axes majeurs qu'il pose, qui à mon sens ne sont pas différents des axes sur lesquels nous travaillons, même si nos appréciations sont différentes. Certaines des critiques qu'il formule, que nous entendons bien, ne relèvent pas de la politique monétaire, mais du cadre politique qui est fixé. Je vous remercie.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Bien ! Je redonne la parole à Chicot pour 15 minutes au maximum.

Ali Badjo GAMATIE

Tu n'as pas vu la Gauche !

Christian de BOISSIEU

Président de séance

A gauche, et à droite. Je vous donne la parole à vous deux pour des interventions courtes. Il faut que vous m'aidiez à maîtriser les choses, car il faut très vite que je redonne la parole à l'intervenant principal. Merci.

Aké N'GBO

Merci, Monsieur le Président, je vais être relativement bref.

J'ai vraiment apprécié le papier de notre collègue Chicot, mais je voudrais faire une observation d'ordre général, notamment sur la méthodologie. En la matière, lorsque l'on doit déboucher sur des propositions de politique économique, la première préoccupation porte sur la robustesse des résultats. A ce niveau, j'ai quelques préoccupations. L'auteur justifie le fait qu'il ait retenu un retard d'une période par un problème de disponibilité de données, mais je me demande si cela suffit, particulièrement au regard des propositions de politique économique qu'il énonce. Je me suis interrogé sur la nature des données. S'agit-il de séries temporelles ou de données de panel ? Quelles sont les précautions qui ont été prises en terme de traitements de ces données ?

Enfin, j'ai observé que les résultats varient d'un modèle à un autre, et je m'interroge vraiment sur leur robustesse. Voilà, Monsieur le Président, les points que je voulais évoquer.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Bravo pour la concision et la précision de votre intervention. Monsieur OUATTARA.

Mama OUATTARA

Monsieur le Président, j'ai juste une petite question.

J'ai cru comprendre que l'auteur évoque l'idée de mésalignement, je présume qu'il s'agit d'une surévaluation du taux de change du franc CFA. Je suppose donc qu'il a comparé les taux d'inflation dans la Zone CFA et celui qui prévaut dans les autres pays avec lesquels la Zone est en change fixe. S'il y a surévaluation, quelle devrait être la politique de la Banque Centrale, étant donné que les chocs liés notamment aux prix des matières premières sont, me semble-t-il, amortis par l'appréciation du taux de change ? Si vous dites que la monnaie est surévaluée, est-ce à dire que vous suggérez qu'on baisse le taux de change ?

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Vous voulez intervenir ? Allez-y.

Intervenant

Je trouve que l'intervention a été très intéressante, mais j'ai une question fondamentale sur le lien entre l'approfondissement du système financier et le développement du système productif. Nous savons qu'en Afrique le système productif est dominé par des micro-entreprises, en majorité du secteur informel. Peut-on dans ces conditions envisager un développement autonome du secteur financier ? Par ailleurs, quelles sont les conditions de réussite éventuelle, dans la Zone UEMOA, d'une politique d'approfondissement du système financier ? Je vous remercie.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Chicot, je reste à 15 minutes, même si le nombre de questions s'est allongé. Je redonnerai ensuite deux minutes à chacun des deux discutants pour une dernière intervention.

Chicot EBOUE

Merci Monsieur le Président. J'essaierai de répondre de façon séquentielle, même si les interventions posent des problèmes transversaux qui devraient donner lieu à davantage d'approfondissements.

D'abord, abordons les questions soulevées par les discutants. Je laisse de côté les questions, j'allais dire de détails, sur les effets de seuil. Les bilans sur la libéralisation financière sont maintenant nombreux. On a de bonnes thèses, certes qui ne sont pas publiées sous forme d'ouvrages, mais elles le mériteraient. J'ai moi-même écrit sur l'évaluation des politiques de libéralisation financière. Je ne les ai pas repris dans le papier, sinon ce serait un ouvrage. Par conséquent, je vous renvoie à une partie de cette littérature que j'évoque dans le texte et en bibliographie.

La question de la bancarisation que soulève le premier discutant est importante et je souscris tout à fait à ce qu'il nous dit comme stratégie suivie par l'Inde. Sur la fin de son intervention, il me reproche en gros d'utiliser un modèle temporel, pour être simple, qui ne donne pas de place à la spécification des comportements. Ce n'est pas faute de ne pas savoir le faire, je suis chef d'équipe de la construction d'un modèle macro-économétrique intersectoriel pour le Cameroun, mais c'est faute de temps. On a un papier à faire, pas un modèle, et surtout que la Banque Centrale nous demande du travail pour un million de dollars mais en payant un peu moins de 500 dollars. Vous comprenez donc qu'on ne peut pas y arriver. Ceci dit, je suis d'accord que ce type d'effet ne peut être exhibé que dans un cadre d'équilibre macro-économique intersectoriel. Je crois beaucoup aux modèles intersectoriels, parce que le modèle macro-économique à séries temporelles spécifie de façon relativement fruste les échanges entre les branches et entre les secteurs de l'économie. C'est pourquoi, ma préférence est pour ce type de modèles et pas, d'ailleurs, pour ceux auxquels vous pensez, à savoir les modèles d'équilibre général.

Concernant les résultats économétriques, j'ai dit en préambule que c'était un test préliminaire. J'ai donc tendance à pondérer un peu moins la portée de ce test. Ce qui explique, Monsieur l'administrateur et cher ami Tchétché N'GUESSAN, que je dise que le résultat est discutable. Ça fait déjà bondir Jean-Paul POLLIN sur sa chaise qui dit qu'il ne sait quoi en penser. Il se demande si les variations des réserves de change constituent un instrument de politique monétaire ? Je reconnais qu'on peut dire non, parce qu'elles ne sont pas entièrement contrôlées par la banque centrale. C'est plutôt le résultat des exportations, des importations et des entrées nettes de capitaux. Néanmoins, lorsque l'on suppose que l'on est en changes flottants, c'est l'hypothèse de ce papier, les mésalignements peuvent effectivement être corrigés par l'utilisation des variations de réserves de change. Vu sous cet angle, c'est un instrument de politique monétaire. Je devrais plutôt dire que, même en changes flottants, ce n'est pas un instrument parfaitement contrôlé. C'est pour cela que je considère que le résultat final que j'obtiens peut être discuté, parce qu'il ne s'agit pas du lien entre la manipulation du taux directeur de la banque centrale et l'utilisation des coefficients de réserves obligatoires qui impactent sur le PIB et l'IPC, compte tenu du crédit.

En fait, on exhibe là un effet de richesse c'est-à-dire de monnaie externe au sens de GURLEY et SHAW, parce que lorsque les réserves augmentent, le PIB augmente. On le constate bien, comme nous le disait le Président de séance, en Zone BEAC. Dans cette zone où sur six pays, cinq sont producteurs de pétrole, notamment un petit pays pétrolier, le Cameroun, et quatre grands, la Guinée, le Tchad, le Gabon et le Congo, l'augmentation des réserves a effectivement un effet sur le PIB. Par conséquent, le résultat que nous obtenons ici permet, pour le cas d'expansion, d'exhiber un effet de richesse de la variation des réserves sur le PIB. En même temps, il permet de montrer, en cas de diminution des réserves, le cas échéant utilisées par la banque centrale, un effet de strangulation sur l'économie, parce que la stérilisation éventuelle des réserves impacte directement sur le crédit.

Voilà comment je retrouve la Zone. Si je stérilise les entrées de réserves, je fais de la strangulation sur l'économie, parce que le crédit au secteur privé n'augmente pas, ce d'autant que le risque global dans l'économie est considéré, du point de vue bancaire comme excessif, et les banques ne financeront pas les PME et les TPE, c'est-à-dire les très petites entreprises. Desserrer la contrainte exige alors de jouer un peu plus finement sur les réserves, mais cette fois sur les leviers d'actions des Autorités, c'est-à-dire sur les taux et là je serais d'accord avec Jean-Paul.

Koffi SODOKIN, notre jeune docteur en économie, dont j'ai rapporté la thèse l'année dernière et pour qui je suis content qu'il soit là, m'a posé un certain nombre de questions qui me rappellent, en quelque sorte, une discussion de thèse. Maintenant, il est rentré à Lomé, et c'était déjà un succès de pouvoir obtenir son retour dans un pays un tout petit peu en décalage. Sa question est comme je le disais une discussion de thèse, mais cette fois avec un an de décalage. Oui, les rôles sont inversés cette fois-ci et c'est l'élève qui interroge son maître et c'est bien, c'est frais, et ça me fait plaisir.

D'abord, il me reproche ce que j'ai dit en exposé, à savoir qu'il n'y a pas assez de données sur les marchés de capitaux. J'en ai quelques unes, je devais intervenir aujourd'hui même à un Colloque à Accra, organisé par le groupe international « Making finance work in Africa », dirigé par Patrick HONOHAN qui était ici il y a trois ans avec nous. J'ai référé son bouquin que vous devriez vous procurer, parce que ce groupe qu'a mis en place Patrick HONOHAN de la Banque Mondiale, a quelques données qui nous montrent que la capitalisation dans les pays reste faible et que les

marchés sont aussi embryonnaires. En gros, je reprends là, par anticipation, une question que vous posez et qui est reprise par d'autres intervenants : les marchés financiers sont embryonnaires, la micro-finance intervient en assurant certaines fonctions. Je vais y revenir.

L'ensemble du financement de tous ceux-là avoisine à peine 8 à 10% du financement bancaire. Or, le financement bancaire dans nos deux zones est relativement faible, comparativement à d'autres zones. Je rappelle que le système financier est embryonnaire dans cette Zone. C'est-à-dire que la taille du bilan de ce système est environ de dix milliards de dollars, ce qui représente la taille du bilan d'une banque de taille moyenne dans les grands pays. C'est le sixième des dépôts au Liban, petit pays du Moyen Orient, estimés entre 60 et 70 milliards \$US, alors que la masse monétaire dans notre zone est 10 milliards de dollars.

Vous me dites que nos systèmes financiers embryonnaires que sont les IMF (Institutions de Micro-Finance) assurent des fonctions. Je réponds oui.

Vous me demandez s'il ne faudrait pas que les autorités monétaires s'en préoccupent ? Je réponds qu'elles le font. Elles ont développé le secteur ici.

Vous demandez également si elles sont des intermédiaires monétaires implicites ? Là par contre je dis non. C'est votre thèse et moi je n'y crois pas. Elles ne font pas de la création de monnaie, elles prêtent de l'épargne collectée préalablement. Elles font du crédit sur la base de financements reçus ou collectés.

Je ne réagirais pas par rapport à vos développements sur BERNANKE. Je n'en ai pas le temps, mais on en discutera tout à l'heure en aparté.

Concernant vos questions sur l'économétrie, je vous répondrais en même temps qu'à mon ami le Doyen et spécialiste Aké N'GBO de Côte d'Ivoire, qui me dit que mon échantillon est hétérogène, que j'ai travaillé avec les données de l'Afrique Subsaharienne tout compris. Je ne fais pas de panel. Je n'ai pas eu le temps de le faire. Il me reproche également de ne retenir qu'un retard. J'admets, mais je dis que j'ai des données qui vont de 1979-80 à 2005, donc je ne peux pas m'autoriser beaucoup de retards. Quant à la robustesse, je dirais qu'elle est quand même assurée dans les trois modèles et que l'on retrouve un résultat similaire à ceux de SIMS, ce qui fait que j'aimerais bien approfondir cette étude. On retrouve bien un « price-puzzle ».

Concernant les questions de Jean-Paul, comme je l'ai dit tout à l'heure, l'utilisation de réserves à la baisse pour, le cas échéant, agir en politique monétaire, peut avoir des effets inflationnistes. Je n'ai pas expliqué le mécanisme parce que je n'ai pas de modèle complet. Mais, la seule façon d'expliquer ce résultat, encore une fois, c'est l'effet de strangulation. En effet, dans le cadre d'une politique monétaire restrictive, les entrées de réserves sont stérilisées, ce qui empêche une augmentation du crédit bancaire au secteur privé. Puisqu'on est dans un système où l'essentiel du financement est d'origine bancaire, le solde servant au financement des pauvres et des petites entreprises, a pour origine la micro-finance, alors la stérilisation des réserves a un impact négatif sur le financement de l'économie et donc sur le PIB. Voilà donc comment il faut comprendre ce résultat. Ça mérite d'être approfondi et je suis d'accord avec Aké N'GBO.

Maintenant, j'en arrive aux grandes questions, parce qu'il y en a quand même. C'est toujours bien de fréquenter les grands esprits. Je suis à la droite de l'un des grands esprits dans notre Zone.

Les changements structurels impactent-ils sur les canaux de transmission ? Evidemment, les changements structurels ont des impacts sur les canaux de transmission. Si l'on met en place un marché de titres, c'est pour pouvoir jouer sur le spread de taux entre le taux de rendement de titres à long terme et le taux bancaire. C'est aussi pour pouvoir orienter progressivement les besoins de capitaux à satisfaire vers le marché des titres. La question connexe qui rejoint celle du Vice-Gouverneur GAMATIE, c'est comment reprofiler les stratégies monétaires ?

Au fond, c'est ce que vous avez commencé à faire en portant le projet du marché des titres et en faisant de sorte que les comportements de recherche de financement se déplacent progressivement vers ce marché. Que reste-t-il à faire dès lors ? Il reste effectivement à construire ce marché, mais comment ? Existe-t-il une séquence optimale ? C'est la deuxième question de Christian qui y croit depuis très longtemps, même si je remarque qu'il en parle de moins en moins. Dans les années 1990, avant la mise en place du marché des titres, il en parlait beaucoup. Il était favorable à ce que l'on construise mieux le marché monétaire. J'aurais été content si c'était fait, car ceci aurait permis de mieux construire le marché interbancaire, avec peut-être un compartiment hypothécaire, mais on a commencé par le marché des titres. Alors, comme on a commencé avec ce marché et comme il est Conseiller des princes et notamment du Gouverneur de la Banque Centrale, il n'en parle plus (un Conseiller change de matière à conseiller quand le Prince a pris une décision). C'est pour dire qu'il existe bien une séquence optimale et je crois que la taille des besoins de capitaux publics justifie de commencer par le marché obligataire, parce que le risque des firmes reste le même. On a en gros quelques grandes firmes privées d'origine internationale, donc des multinationales, et quelques firmes domestiques. Le marché d'Abidjan regroupe 39 firmes, me semble-t-il, et ça n'a pas varié depuis l'année dernière, alors qu'un petit pays comme le Zimbabwe avec 165 000 % en inflation en compte pratiquement le double, avec 75 firmes cotées. C'est quand même assez paradoxal. Il me semble que la taille des besoins de capitaux publics devrait favoriser l'émergence du marché obligataire et progressivement construire le marché des actions. Je suis donc d'accord avec l'idée du « crowding in ».

Concernant la relation entre l'approfondissement financier et l'efficacité de la politique monétaire, je suis d'accord avec le présupposé de Jean-Paul. En fait, la grande question, ce n'est pas tant l'efficacité de la politique monétaire pour induire l'approfondissement financier, parce qu'on peut avoir une politique monétaire efficace même avec un système financier peu développé. On peut avoir différents résultats selon les effets de seuil, selon le niveau de développement financier. Mais, il reste que le questionnement d'origine c'était que si on a un système embryonnaire, il faut libéraliser les taux d'intérêt nominaux, et de cette libéralisation des taux on peut progressivement aller vers l'approfondissement financier, parce qu'il y aura plus d'épargne, plus de développement bancaire et d'autres marchés. En effet, selon Edward SHAW, si on a un système financier embryonnaire, on a des taux d'intérêt plafonnés à des niveaux très bas, d'où un rationnement par les prix. Il faut donc libéraliser le taux pour sortir de ce rationnement par les prix. Donc, tout en étant d'accord, je rappelle quand même le questionnement de départ.

Mon ami l'Administrateur de la Banque Africaine de Développement (BAD) Tchétché N'GUESSAN, que je n'ai plus revu depuis près de huit ans et dont je suis par Internet la carrière, sérieuse, de décideur maintenant, a évoqué ces problèmes de sécurité juridique sur lesquels je reviendrai en conclusion, pour répondre au Gouverneur. Il a également évoqué d'autres points relatifs à la Côte

d'Ivoire. Evidemment, j'ai fait une étude beaucoup plus ancienne, y compris quand on se voyait, mais je n'ai pas pu relater toutes les données. Toujours est-il que l'idée était de voir quel a été l'impact des programmes d'ajustement structurel financier (PASFI) des années 1989-90. Dans de pareils cas, n'ayant pas de modèle macroéconomique complet qui aurait permis de simuler les effets sur toute la période, en étant certain que c'est la politique menée qui conduit à ces effets, on procède par la méthode avant-après. Maintenant, est-ce que les résultats obtenus sont dus à la réforme ? Avant la réforme, entre 1965 et 1985 le taux d'investissement en Côte d'Ivoire, mais aussi au Cameroun, était de 20% environ. C'est vrai que la décrue commence avant 1985, parce que la chute des cours des matières premières commence en 1981-1982. Mais, l'idée est de dire qu'avant la réforme libérale, les taux d'investissement étaient très élevés. Est-ce que la réforme libérale conduit à l'augmentation de l'épargne et du taux d'investissement, présumés de Mc KINNON et SHAW ? La réponse est non. Pourquoi ? Parce que la réforme intervient dans un contexte déprimé, où la croissance est ralentie et les taux d'investissement faibles parce que, comme tu le dis, les recettes fiscales de l'Etat qui effectuent l'essentiel des investissements dans l'économie, baissent avec la chute des recettes d'exportation. On est donc d'accord, y compris sur ce chiffre de -3% du taux d'investissement obtenu pendant la réforme, c'est-à-dire de 1985 au choc de 1994.

Alors, on exclut l'après 1994. Pourquoi ? Parce qu'il y a le choc de 1994, d'origine internationale et lié aux recettes d'exportation, qui rétablit la liquidité des banques et en partie celle de l'Etat. Voilà pourquoi on s'arrête.

Monsieur NORD me rappelle un résultat important, peut-être que je risque de l'oublier, à savoir que les réformes, notamment les réformes structurelles et les réformes microéconomiques, ont sans doute plus de poids que les réformes macroéconomiques axées sur le ciblage d'inflation, la stabilité des prix etc. Ce point rejoint celui soulevé par le Vice-Gouverneur GAMATIE et signifie, selon moi, que si on ne met pas en place les bonnes réformes sur les systèmes de paiement, la couverture des risques, le développement des marchés ; si on ne baisse pas l'inflation pour établir une stabilité macroéconomique, alors on n'aura pas les prérequis pour obtenir les gains d'une politique monétaire efficace. En gros, si j'interprète correctement vos propos, c'est ce que vous semblez dire et ceci partant de l'expérience des pays d'Afrique de l'Est où le taux d'inflation était beaucoup plus élevé, pratiquement 35% en moyenne jusqu'au milieu des années 1990, comparativement à nos 8% d'inflation, et un peu moins dans cette Zone.

Je termine par la question sur la stratégie monétaire à adopter. Est-ce que la stratégie à préconiser est vraiment différente de celle menée actuellement par la BCEAO ? Je rappelle, Monsieur le Vice-Gouverneur, qu'une telle question de confiance exige beaucoup plus d'attention. Je regarde droit dans les yeux le Conseiller du Gouverneur, parce qu'on ne peut pas répondre à une telle question dans un papier comme ça. C'est une question vraiment très sérieuse. Oui, la stratégie à mener peut différer un tout petit peu de la stratégie menée actuellement. Je crois personnellement que la question de la surliquidité doit être réglée. Je ne sais pas comment vous faites, mais si je ne le disais pas, je serais en contradiction avec moi-même dans ce papier. Ça fait 15 ans que ça dure. Pour moi, il faut trouver le moyen de la faire baisser. Ça veut dire qu'il faut introduire un peu plus de concurrence dans le système bancaire. Je sais que c'est facile à dire, mais c'est très difficile à faire, parce que vous avez dans votre zone 8 groupes bancaires dont 3 récents, voire 4 si on inclut la City Group qui ont 10 à 15 ans d'âge. Le problème est que ces groupes bancaires raisonnent en termes

d'oligopole et, par conséquent, ont la même appréciation de risque que les groupes historiques. On a besoin donc de plus de concurrence pour apporter des financements aux agents. Ici, vous avez le Crédit Mutuel du Sénégal, filiale du Crédit Mutuel français, du côté de la micro-finance, et qui est en même temps une banque parce que sa structure est celle d'une banque. Je crois que des institutions comme celles-là doivent être encouragées, parce qu'elles sont entre les deux marchés, le marché des TPE-PME et le marché des grandes entreprises.

Est-ce que ce que vous faites du côté des marchés des titres et du côté du marché monétaire est bien fait ? Sur cette question je ne serais pas insultant parce que je ne sais pas ce que vous faites. A vrai dire, je n'ai pas beaucoup d'informations là-dessus. Monsieur le Vice-Gouverneur, ça fait maintenant 3 ans que je vous dis que vous nous donnez peu d'informations pour travailler. Votre base de données statistiques devrait être transparente et c'est pareil pour la Zone BEAC. On a les statistiques des deux derniers mois sur les adjudications, c'est tout ce qu'on trouve. On a des statistiques sur le marché monétaire et les adjudications, mais elles portent sur les mois de février et mars. On ne trouve pas de séries temporelles, or elles existent. Si on avait un peu plus de statistiques longues, on pourrait étudier un peu mieux le marché monétaire et à ce moment là aboutir à des propositions. Plutôt que de nous dire que vous mettez 100 milliards aux adjudications, ce qui était le cas il y a deux à trois mois, voilà ceux qui ont répondu et ceux qui n'ont pas répondu par pays, si on avait une base longue, on pourrait vous répondre sur les réformes micro-économiques. En tout cas, j'ai tendance plutôt à dire que ce que vous faites sur le plan des réformes micro-économiques est bien, mais je dirais qu'il faut faire mieux.

Le Président m'urge de terminer, ce que je vais faire en répondant à la question de Mama Ouattara qui me demande quelle devrait être la politique de la Banque Centrale étant donné le mésalignement permanent depuis 5 ans ? Est-ce qu'il faudrait dévaluer ? C'est la question, mais il n'a pas osé prononcer le mot. Et si on dévalue, est ce que le choc ne sera pas plus sévère, puisque le franc CFA fort, ancré à un euro fort, abrite contre des chocs d'inflation importée par le prix du pétrole et les prix des matières premières ? Alors, si on dévalue est-ce que le choc ne sera pas plus sévère ? Evidemment, posant la question aujourd'hui en début 2008, on aurait tendance à lui dire vous avez raison, il ne faut pas toucher au change. C'est vrai que le change abrite, mais est-ce une raison pour ne rien faire étant donné que le change est en report depuis 5 ans. Peut-on vraiment admettre qu'on ne fasse rien ? Le Vice-Gouverneur nous répond en disant, lui il travaille sur la base d'un cadre politique qu'il ne lui appartient pas de modifier. C'est une contrainte de sa décision, et donc à partir de là, il essaie de maximiser les bénéfices et les gains de ce cadre politique. Il n'a pas le droit de toucher au change. Par conséquent, on ne parle plus du change. Je fais comme mon Président, on ne parle plus de la BCE et de ses hausses anticipées de taux, on ne parle plus du change.

Mais, si on ne parle plus du change, effectivement, j'ai une contrainte de plus pour l'efficacité de la politique monétaire et sa relation avec l'approfondissement financier. Parce que si j'ai une monnaie surévaluée, je bride les entreprises, j'affaiblis la croissance de l'économie, je n'ai pas d'entrées de capitaux, je ne pratique pas le financement de l'économie via les investissements directs étrangers. Bref, je suis dans une zone de politique monétaire efficace comme disait Jean-Paul POLLIN avec un faible développement financier, je contrôle plus ou moins l'inflation interne, encore que l'inflation alimentaire je ne la contrôle pas bien. Je la contrôle moins bien d'autant que les prix des produits

importés augmentent. Et donc, je suis dans une zone de politique monétaire apparemment efficace qui puisse cibler l'inflation sous-jacente, d'origine interne non alimentaire, mais je n'en fais pas plus. Alors, je développe petit à petit des marchés, mais c'est des marchés embryonnaires. Pour toutes ces raisons, il faut donc se battre pour que la contrainte politique s'assouplisse. Voilà, Monsieur le Gouverneur.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci Chicot. Je ne contrôle plus rien du tout moi. La BCEAO me fait dérapier. Dans ce cas, si la BCE me fait dérapier, j'accepte. Jean-Claude, allez y.

Jean-Claude BROU

Merci Monsieur le Président, je ne serai pas long. J'ai écouté avec beaucoup d'attention mon ami, le Professeur Chicot EBOUE qui, dans ses conclusions est revenu sur trois points. Je voulais simplement, mais alors très rapidement, dire quelques mots là-dessus. Il a parlé de surliquidité et il en avait déjà parlé lors de notre dernière rencontre, il y a deux ans, et à l'époque on était d'accord avec lui. Il est revenu sur la question et je crois même que c'est une constante dans ses analyses. Ce qu'on avait dit à l'époque, c'est qu'il fallait des réformes structurelles pour régler le problème de la surliquidité, dont les origines étaient structurelles. Il fallait donc adopter une démarche qui consiste à développer le marché des capitaux, mettre en place un marché des titres, publics et privés, qui soit efficace et développer le marché des titres de créances négociables. C'est ce que nous avons fait et nous observons qu'au cours des dernières années la surliquidité a été littéralement épongée. Nous l'avons dit hier, les banques aujourd'hui sont pratiquement revenues en banque, ce qui améliore l'efficacité de la politique monétaire, parce qu'elles sont plus sensibles aux signaux qu'émet la Banque Centrale.

Sur le deuxième point qu'il a évoqué, à savoir la concurrence, c'est vrai que nous avons huit grands groupes bancaires dans l'Union. Ce sont les principaux, mais c'est un marché ouvert. On a observé, je crois qu'il l'a noté dans son papier, des groupes nigériens qui sont rentrés, de même que des groupes marocains importants, ainsi que de nouveaux groupes nationaux. Tout cela tend à renforcer la concurrence, ce que nous constatons d'ailleurs à travers les taux de sortie des crédits bancaires. A ce niveau, nous constatons qu'il y a un tassement et même une baisse des taux de crédit qui montre bien que la concurrence est de plus en plus importante.

Le troisième point est relatif au mésalignement auquel je ne crois pas du tout. Je ne suis pas sûr qu'il y ait mésalignement. Nous avons un régime de change fixe et quand nous analysons l'évolution du taux de change effectif réel, nous constatons que nous sommes parvenus à conserver l'essentiel de la marge de la compétitivité obtenue depuis 1994. Il y a des fluctuations entre l'euro et le dollar, mais le taux de change effectif ne s'est pas pour autant déconnecté des fondamentaux de nos économies. C'est pourquoi, l'efficacité de notre politique monétaire est essentielle parce qu'elle nous permet de maintenir, systématiquement et dans le temps, nos taux d'inflation à des niveaux inférieurs à ceux de nos concurrents commerciaux. Encore une fois, je dis que tous les calculs que

nous faisons sur le taux de change effectif réel, que nous suivons régulièrement, montrent bien que la marge de compétitivité obtenue depuis 1994 est toujours là pour l'essentiel. On ne peut donc pas parler de mésalignement. Merci.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci bien. Il y a eu beaucoup de débats, beaucoup de passion et d'intérêt également. Je voudrais quand même préciser que je n'ai pas été compris par Chicot. Je passe ma vie à parler de la BCE et ça ne me pose aucun problème. En faisant ma remarque de tout à l'heure sur la BCE, j'ai simplement voulu corriger une imprécision qu'on pouvait avoir en t'écoutant, parce que tu laissais entendre indirectement que la BCE avait relevé ses taux. C'était plutôt pour t'aider que j'ai fait cette remarque, mais ce n'était pas pour déclencher une observation déplaisante.

La deuxième remarque c'est que amitié ou pas amitié, je passe ma vie en ce moment à travailler, notamment en Afrique Centrale, sur le problème de l'essor des marchés de titres. Là-aussi, c'est un mauvais procès d'intention que tu me fais. J'estime que le rôle d'un Président de séance n'est pas de faire une présentation. Tu as eu 45-50 minutes pour t'exprimer, j'en suis ravi. J'en ai eu 3, mais si j'en avais eu 45, je pense que j'aurais parlé pendant 35 minutes de la manière de développer un marché de titres. Il ne faut pas confondre les rôles de celui qui présente et de celui qui modère. Que les choses soient claires.

Bien, puisque je modère pour encore quelques minutes, je donne deux minutes à chacun de nos discutants, compte tenu du temps qui reste. Est-ce que vous souhaitez rajouter, en deux minutes, quelque chose ?

Kimseyinga SAWADOGO

Le seul point qui me tient à cœur et sur lequel je me posais des questions c'est la concurrence. Vous dites que le marché est ouvert, or nous avons l'impression, à travers nos études, que les conditions d'ouverture de banques sont toujours telles que la pénétration de ce marché est très limitée. Je n'ai plus en tête le minimum nécessaire pour ouvrir une banque, mais il n'était pas de nature à attirer beaucoup de gens, en particulier dans des pays aussi pauvres que les nôtres. On nous avait répondu à l'époque qu'il y avait des questions de risques. Peut-être que la BCEAO peut nous donner plus de précisions sur ce point. Je vous remercie.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Deux minutes à notre deuxième discutant.

Koffi SODOKIN

Je serai très bref et je répondrais d'abord que le Togo n'était pas le seul pays en décalage en Afrique et que c'est un problème endémique propre à une majorité des pays africains.

Pour en revenir au débat, je continue de penser que la politique monétaire en elle-même ne peut pas être une source de développement ou d'approfondissement financier. La Banque Centrale est une structure qui, finalement, s'accommode des changements structurels. Par exemple, dans le domaine de la micro-finance, la Banque Centrale est dans une posture de réglementation de ce secteur. Elle s'accommode donc de l'évolution structurelle des économies de nos pays. Or, lorsque l'on évoquait la question de la micro-finance, au début de toute l'histoire, notamment en se référant à la thèse de Mc KINNON et SHAW, les politiques préconisées visaient plutôt à faire disparaître ce secteur qualifié de finance informelle. Il était considéré que la finance informelle était un petit peu nocive au développement des banques officielles.

Merci beaucoup.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Je vous remercie également et vous invite à prendre une pause café.

CHOC ASYMETRIQUES EN UNION MONETAIRE : QUELLES IMPLICATIONS POUR LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE ?

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Nous commençons tout de suite notre séance, sinon nous risquons de ne pas respecter l'horaire. Nous avons un papier consacré à l'analyse des chocs asymétriques dans une union monétaire, présenté par Jean-Pierre VIDAL de la Banque Centrale Européenne, qui va servir de trame au débat. Les deux discutants sont Agnès BENASSY-QUERE, qui est Directrice du Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, (CEPII) en France et Monsieur SANI, qui est Directeur Central de la recherche à la BEAC, à Yaoundé. Voilà, on démarre avec Monsieur VIDAL pour au maximum 30 minutes.

Jean-Pierre VIDAL

Merci Monsieur le Président. Je vais essayer de rester dans les limites que vous m'avez imparties.

Monsieur le Gouverneur, Mesdames et Messieurs, je commencerais par dire qu'une politique monétaire unique est en quelque sorte un bien public, dont bénéficie tous les pays participant à une union monétaire. Cette politique qui, par définition, est la même pour tous, n'empêche évidemment pas des écarts de croissance ou des écarts d'inflation. Ces écarts peuvent être le résultat de chocs asymétriques, ou encore de facteurs structurels affectant la propagation des chocs macroéconomiques. Ils peuvent aussi être dus au processus de convergence réelle des économies au sein de l'Union. L'existence des divergences au sein de l'union monétaire peut créer bien évidemment des difficultés pour la conduite de la politique monétaire unique. Dans mes observations aujourd'hui, je m'appuierai évidemment sur l'expérience de la Zone euro, dans la mesure où je n'ai pas de connaissances suffisantes pour commenter les développements de la Zone franc CFA. Je m'appuierai donc essentiellement sur mon expérience et j'essaierai d'en tirer des enseignements pour les unions monétaires en général, et il appartiendra aux participants d'apprécier dans quelle mesure ces enseignements peuvent être utiles ou pas à l'UEMOA.

Dans un premier temps, j'esquisserai un bref inventaire des écarts macro-économiques au sein de la Zone euro. Ensuite, je m'intéresserai aux conséquences des écarts macro-économiques pour la conduite de la politique monétaire. Je peux d'ores et déjà vous livrer la thèse que je vais soutenir et qui est la suivante : la politique monétaire n'est pas l'instrument adéquat pour répondre aux chocs asymétriques en union monétaire. En revanche, une analyse approfondie des développements macroéconomiques au sein de chaque pays membre de l'Union est nécessaire à la formulation de la politique monétaire, puisqu'elle permet, en définitive, de révéler des informations importantes sur la nature et la source des chocs macroéconomiques auxquels est confrontée l'union monétaire. Le constat, ou tout au moins la thèse selon laquelle la politique monétaire n'est pas en mesure de répondre de manière adéquate aux chocs asymétriques me conduit à poser la question suivante. Comment les pays membres de l'union peuvent-ils finalement améliorer le processus d'ajustement aux chocs macroéconomiques de sorte à pleinement bénéficier de la politique monétaire unique ? A cette question j'apporterai une réponse simple. Ce n'est pas à la Banque Centrale, mais aux autres décideurs publics, de mettre en œuvre des réformes structurelles conduisant à une plus grande efficacité du processus d'ajustement en union monétaire et ainsi rendre l'union plus apte à faire face aux perturbations macroéconomiques.

Les écarts d'inflation et de croissance au sein de la Zone euro sont limités, tout au moins lorsqu'on les mesure à l'aune des écarts observés, soit par le passé, soit au sein d'autres grandes unions monétaires. Tout d'abord, si on regarde la dispersion des taux de croissance au sein de la Zone euro, mesurée par leurs écarts-types, on s'aperçoit qu'elle est similaire à celle qu'on peut observer par exemple aux Etats-Unis. L'évolution des taux de croissance a peu changé depuis le début des années 70.

Si l'on examine maintenant les écarts d'inflation, on peut constater une baisse très significative de la dispersion de l'inflation au cours de la période qui a précédé l'euro. Les écarts d'inflation au sein de la Zone euro sont aujourd'hui à un niveau proche de ceux observés aux Etats-Unis depuis le début des années 90. L'union monétaire marque la fin des politiques monétaires ou de change nationales. Le taux de change entre les différents pays membres de l'union est fixe et irrévocable et ne peut donc, par définition, plus jouer le rôle de variable d'ajustement, lorsqu'un pays de l'union est confronté à un choc asymétrique. Il est donc dans ce cadre essentiel que des mécanismes d'ajustement efficaces soient prêts à fonctionner, lorsqu'une région de l'union est affectée par un choc qui lui est spécifique de sorte à lui éviter, par exemple, une longue période de faible croissance et de chômage. Il faut aussi se rappeler que dans une union monétaire, les écarts macroéconomiques qu'on peut y observer reflètent aussi dans une certaine mesure le processus d'ajustement à des chocs asymétriques. On doit donc considérer qu'il est naturel d'observer des écarts d'inflation et de croissance au sein d'une union monétaire. Ces écarts peuvent également refléter le processus de convergence réelle, et dans ce cas, les pays en rattrapage ont en général un taux d'inflation supérieur à celui de l'union.

Dans une union monétaire comme la Zone euro, caractérisée par une faible mobilité du travail et une absence de transferts budgétaires entre les Etats, le mécanisme d'ajustement principal, disons le mécanisme d'ajustement prédominant, passe par le canal de la compétitivité. Un pays dont par exemple, les prix et les coûts croissent à un rythme plus rapide que celui des autres pays de l'union, par exemple à cause d'une forte demande intérieure, voit progressivement sa compétitivité se détériorer. Evidemment, des prix plus élevés conduisent progressivement à une baisse de la demande pour ces produits, ce qui exerce une pression à la baisse sur les prix et les coûts, pression qui lui permettra à terme de restaurer ou de regagner sa compétitivité. Il s'agit là d'un puissant mécanisme de marché qui vise en fait à stabiliser les développements macroéconomiques en union monétaire. Le processus de propagation des chocs à travers l'union dépend évidemment de facteurs structurels, tels que le degré d'intégration économique et financière, le degré de concurrence entre les pays et entre les secteurs, l'existence de rigidités des prix et des salaires et, enfin, le cadre institutionnel de la politique monétaire et budgétaire.

Les recherches empiriques montrent en ce qui concerne la Zone euro, que les chocs spécifiques aux pays, ainsi que les chocs liés à des décisions de politique économique, ont généré ces dernières années plus d'écarts de croissance au sein de la Zone euro que les chocs communs et que les effets de ces chocs sont très persistants. Un mécanisme d'ajustement long peut évidemment exacerber les écarts de croissance dus à des chocs asymétriques au sein de l'union monétaire. Les études empiriques disponibles montrent en effet, que le canal de compétitivité semble fonctionner lentement au sein de la Zone euro. Cette lenteur peut être principalement due à des rigidités structurelles et à l'achèvement encore incomplet du marché unique. Cela a évidemment des

conséquences défavorables pour la Zone euro. Aujourd'hui, dans la Zone euro les chocs asymétriques, quand ils arrivent, conduisent à des écarts de prix et d'inflation plus importants que ceux que l'on pourrait observer si la concurrence et le degré d'intégration économique entre les pays étaient plus forts ou si les prix et les salaires étaient moins rigides.

Je vais maintenant poser la question de savoir si la politique monétaire peut permettre d'atténuer les chocs asymétriques. Sur cette question, je crois qu'il y a un assez large consensus au sein des universitaires, des décideurs publics et de manière plus générale, des observateurs de l'économie. En fait, ils sont tous presque unanimes sur le rôle de la politique monétaire et s'accordent sur le fait que la politique monétaire doit viser à maintenir la stabilité des prix dans l'union dans son ensemble. Maintenir un niveau général des prix stable permet de rendre plus efficace le mécanisme, nécessaire dans une économie de marché, d'ajustement des prix relatifs entre les pays comme entre les différents secteurs d'activité. Il est aussi largement admis qu'assigner à la politique monétaire un rôle supplémentaire dans la correction des déséquilibres entre les différents secteurs et les différentes régions de l'union et dans le processus d'ajustement aux chocs asymétriques reviendrait en fait à lui assigner une mission impossible qui nuirait à la réussite de sa mission principale, celle de maintenir la stabilité des prix. Ce large consensus, je crois, reflète aussi le principe qu'assigner un seul objectif à la politique monétaire lui confère aussi un très haut niveau d'efficacité. Les controverses et les discussions entre économistes ont néanmoins mis en exergue quelques implications, que je qualifierais, de plus directes, des écarts d'inflation sur la politique monétaire, en particulier lorsque ceux-ci sont liés à des rigidités réelles ou nominales. On peut tirer, je crois, trois enseignements de ces controverses.

Premièrement, la présence d'écarts d'inflation persistants entre les pays de l'union monétaire est susceptible de créer une situation de déflation dans certaines régions de l'union lorsque le taux d'inflation de l'union dans son ensemble est trop bas. Ceci, combiné à la nécessité de maintenir une marge de sécurité suffisante contre un risque de déflation généralisée, justifie que la Banque Centrale maintienne le taux d'inflation dans l'union à un niveau bas, mais néanmoins pas trop proche de zéro.

Deuxièmement, il est essentiel que la Banque Centrale prenne en considération les données désagrégées qui émanent à la fois des différentes régions de l'Union, mais également des différents secteurs de l'économie et qui sont susceptibles de lui fournir des informations sur la source et la nature des perturbations économiques et cela, même si son objectif reste de maintenir la stabilité des prix dans l'Union dans son ensemble. Ces informations lui permettent, en effet, de mieux comprendre les raisons susceptibles d'expliquer les écarts macroéconomiques et donc de formuler une meilleure réponse de politique monétaire aux risques pour la stabilité des prix.

Troisièmement, le mécanisme d'ajustement aux chocs asymétriques dans une union monétaire opère par le biais de modifications des prix relatifs entre les différentes régions et secteurs. En adoptant donc une orientation à moyen terme, la politique monétaire peut faciliter le nécessaire ajustement des prix aux chocs asymétriques.

Ces trois leçons que l'on peut tirer de la littérature économique me conduisent immédiatement à poser une question qui est plus directement adressée aux banquiers centraux. Comment ces enseignements doivent-ils être reflétés dans la conduite de la politique monétaire ? Ce que je voudrais maintenant faire, c'est partager avec vous la façon dont la Banque Centrale Européenne

a pris en compte ces recommandations dans sa stratégie de politique monétaire. Pour ce faire, je vais suivre la même structure et donc traiter chaque recommandation l'une après l'autre.

Premièrement, les écarts macroéconomiques à long terme dans la Zone euro sont traditionnellement associés au processus de convergence réelle. Des écarts d'inflation peuvent en effet être générés par des phénomènes dits de Balassa-Samuelson, selon lesquels des différences dans la rapidité de la convergence des prix entre biens échangés dans le commerce international et biens non exportables exercent des pressions à la hausse des prix dans le secteur des biens non exportables des pays en rattrapage. L'ordre de grandeur de ces effets ne doit pas être exagéré dans le cadre de la Zone euro. Néanmoins, ils ont des implications pour la stratégie de politique monétaire et en particulier pour la définition de l'objectif de stabilité des prix de la Banque Centrale. Comme vous le savez, en 1998 la Banque Centrale Européenne a annoncé une définition quantitative de la stabilité des prix comme un taux de croissance annuel de l'indice harmonisé des prix à la consommation, pour la Zone euro dans son ensemble, de moins de 2%. En mai 2003, dans le contexte de l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des Gouverneurs a confirmé sa définition de la stabilité des prix et a précisé que dans sa recherche de la stabilité des prix, il visait à maintenir l'inflation à des niveaux proches de 2% sur le moyen terme. Cette précision indique tout d'abord très clairement la détermination de la Banque Centrale Européenne à assurer une marge de sécurité suffisante contre le risque de déflation. En même temps, l'objectif de maintenir l'inflation à un niveau inférieur mais proche de 2% prend en compte les conséquences des écarts d'inflation entre les pays de la Zone euro et limite les risques que des écarts trop importants pourraient faire peser aux régions qui ont structurellement des taux d'inflation bas. Ces risques sont, comme il a été mentionné hier, associés à la possibilité de coûts d'ajustement élevés en présence de rigidités nominales à la baisse.

Deuxièmement, en parfaite cohérence avec son mandat, tant les études internes de la Banque Centrale Européenne, notamment en ce qui concerne les analyses et les évaluations des informations économiques, que les délibérations et les décisions de politique monétaire n'ont qu'un seul but, maintenir la stabilité des prix dans la Zone euro. Ceci n'implique pas néanmoins que la Banque Centrale Européenne ne s'intéresse qu'à des informations et des données économiques agrégées pour l'ensemble de la Zone euro. Négliger l'information économique régionale et sectorielle ne permettrait pas une évaluation approfondie de la nature des perturbations économiques et de leur propagation eu sein de la Zone euro. Dans le cadre de son analyse étendue des risques pour la stabilité des prix, la Banque Centrale Européenne examine régulièrement l'ensemble des informations économiques émanant des différents secteurs d'activité et des différents pays de la Zone euro. Une analyse approfondie des évolutions économiques sectorielles et nationales permet en effet d'affiner l'évaluation de la situation et des perspectives économiques.

Prenons l'exemple des prévisions macroéconomiques pour la Zone euro des Services de l'Eurosystème et des Services de la BCE qui sont publiées chaque trimestre. Ces prévisions sont, je crois, un très bon exemple de l'utilisation intensive des informations économiques désagrégées. Dans le cadre des exercices de prévisions trimestrielles, les experts de l'Eurosystème analysent, discutent et interprètent un large spectre d'informations économiques tant au niveau sectoriel que national. Les prévisions publiées pour la Zone euro sont le résultat de l'agrégation des évolutions projetées

pour chaque pays de la Zone euro. Cette approche permet de mieux comprendre les développements sous-jacents et les perspectives économiques pour l'ensemble de la Zone. Afin de conduire avec succès la politique monétaire et atteindre son objectif de stabilité des prix, la Banque Centrale a en effet besoin de connaître la nature et les sources des chocs économiques.

Cela implique de répondre à un certain nombre de questions. Les perturbations économiques proviennent-elles du côté de l'offre ou de la demande ? Sont-elles permanentes ou temporaires ? Comment se propagent-elles au sein de l'union monétaire ?

Il est clair que la réponse à ces questions ne peut que bénéficier d'une analyse basée sur des informations économiques désagrégées, puisque des chocs qui ont un impact sur l'ensemble de la Zone euro peuvent avoir leur origine dans un pays ou un secteur spécifique. En outre, une telle analyse permet d'identifier les barrières structurelles qui peuvent empêcher les mécanismes d'ajustement de fonctionner de manière efficace. Sur la base de ces informations précieuses sur la nature des barrières structurelles, la Banque Centrale Européenne peut informer le public et engager des discussions avec les autres institutions européennes sur les actions nécessaires à entreprendre.

Troisièmement, la politique monétaire de la BCE ne vise pas à maintenir ou à restaurer la stabilité des prix à très court terme à la suite de chocs économiques. La stratégie de politique monétaire de la BCE a une claire orientation sur le moyen terme. Ses décisions de politique monétaire prennent en considération la nature des chocs et l'orientation à moyen terme de sa stratégie procure au pays ou au secteur affecté par des perturbations locales ou asymétriques la marge de manœuvre suffisante pour un ajustement progressif. En assurant la stabilité des prix, la politique monétaire contribue, bien évidemment, aussi au processus d'ajustement, puisque la stabilité des prix permet aux agents économiques de mieux appréhender les changements de prix relatifs et de prendre leurs décisions sur la base de signaux de prix de bonne qualité. Elle contribue ainsi à une allocation plus efficace des ressources économiques au sein de l'union.

Les études empiriques disponibles pour la Zone euro suggèrent que les chocs spécifiques ou liés à des décisions de politique économique, comme par exemple des décisions de politique budgétaire ou de mise en œuvre de réformes structurelles, ont généré plus d'écart de croissance que les chocs ayant affecté la Zone euro dans son ensemble. Elles suggèrent également, je l'ai déjà dit, que leurs effets sont persistants en raison de la lenteur du mécanisme d'ajustement aux chocs asymétriques. Ces résultats conduisent naturellement à s'interroger sur les mesures qui peuvent être mises en œuvre pour améliorer les mécanismes d'ajustement aux chocs asymétriques en union monétaire. En m'appuyant, encore une fois, sur l'exemple de la Zone euro, j'essaierai de tirer des leçons pour les unions monétaires en général.

La politique monétaire ne peut pas grand chose pour améliorer les mécanismes d'ajustement aux chocs asymétriques en union monétaire. Les solutions sont donc à rechercher du côté d'autres décideurs publics qui ont la responsabilité de mettre en œuvre des réformes structurelles visant à rendre plus efficace le processus d'ajustement. Dans mes remarques, je vais me concentrer sur quatre domaines où des réformes sont nécessaires pour renforcer la résilience de la Zone euro aux perturbations macroéconomiques.

Prenons tout d'abord les marchés financiers qui, comme vous le savez, dans une union monétaire

jouent un rôle crucial dans le partage des risques entre pays. L'intégration et la modernisation des marchés financiers permet aux ménages, comme aux entreprises, de mieux s'assurer contre les risques macro-économiques liés à des chocs sectoriels ou nationaux, par le biais de prêts et d'emprunts et par la détention d'actifs étrangers. Ceci permet notamment aux ménages de se garantir un profil de revenus et de consommation plus équilibré au cours du temps et moins sujet aux aléas économiques qui sont susceptibles d'affecter leur pays ou leur secteur d'activité. L'euro a indéniablement contribué à l'intégration financière en Europe, même si le degré d'intégration dépend encore aujourd'hui des segments de marché. Dans une union monétaire en général, l'intégration des marchés financiers contribue à renforcer la capacité de résistance des économies aux chocs asymétriques, en facilitant le partage des risques entre pays et en rendant ainsi les mécanismes d'ajustement plus efficaces.

Deuxièmement, la résilience des régions aux chocs spécifiques est plus importante lorsque les marchés du travail sont plus flexibles. Un mécanisme d'ajustement efficace, en union monétaire en particulier, requiert que les salaires dans chaque secteur ou chaque région soient déterminés sur la base des conditions du marché du travail propre à la région ou au secteur concerné. En présence de chocs asymétriques, l'ajustement par les salaires permet d'éviter notamment l'émergence de chômage au niveau régional. Le canal de compétitivité, qui est finalement la clé de voûte du processus d'ajustement en union monétaire, ne fonctionne pas correctement lorsque les marchés du travail manquent de flexibilité.

Troisièmement, en Europe, le mécanisme d'ajustement par le biais du marché du travail doit être complété par l'achèvement du marché unique, en particulier dans le domaine des services et des industries de réseaux. En union monétaire, une intégration plus profonde du marché des services renforcerait la flexibilité des prix en stimulant la concurrence. Elle améliorerait ainsi le processus d'ajustement aux chocs asymétriques dans chaque pays membre et empêcherait l'émergence de taux de chômage élevé au niveau régional. Enfin, les Gouvernements nationaux peuvent également contribuer de manière substantielle à un fonctionnement efficace des mécanismes d'ajustement, en conduisant des politiques budgétaires saines. Les stabilisateurs budgétaires automatiques peuvent, par exemple, permettre à chaque pays d'amortir les cycles économiques en temps réel et de manière symétrique. Néanmoins, pour pleinement profiter des bienfaits des stabilisateurs automatiques, les pays doivent constamment s'assurer de la pérennité de leurs finances publiques en maintenant des soldes budgétaires prudents et un faible niveau d'endettement public.

Dans une union monétaire, les politiques monétaires nationales et les politiques de change ne sont plus disponibles pour atténuer l'impact des chocs spécifiques aux pays. Ce constat conduit naturellement à s'interroger sur les solutions disponibles pour amortir les chocs asymétriques en union monétaire. Ma thèse principale est que la politique monétaire n'est pas une solution adéquate. Lui conférer un tel rôle la mettrait directement en conflit avec son objectif primordial, celui de maintenir la stabilité des prix dans l'union. Cela n'implique pas, ou ne doit pas impliquer, que les chocs spécifiques aux pays doivent être négligés dans la formulation de la politique monétaire. Bien au contraire, les informations économiques régionales et sectorielles permettent de mieux comprendre la situation et les perspectives macroéconomiques, puisqu'elles conduisent à une identification plus fine de la nature et des sources des chocs économiques. L'analyse approfondie d'informations et de données économiques désagrégées facilite donc la conduite de la politique monétaire.

La question suivante porte sur les solutions à mettre en œuvre pour garantir un fonctionnement efficace des mécanismes d'ajustement en union monétaire. L'idée maîtresse de ma thèse est que les forces de marché doivent naturellement conduire à l'ajustement. Pour la politique économique bien entendu, le défi est d'identifier les caractéristiques structurelles et les rigidités réelles ou nominales qui empêchent les forces de marché d'accomplir pleinement leur tâche. J'ai, en particulier, souligné l'importance de l'intégration des marchés financiers, de la flexibilité des marchés du travail et de l'achèvement du marché unique, avec une intégration complète des marchés des biens et des services. Les réformes structurelles peuvent lever les barrières qui empêchent le fonctionnement efficace des mécanismes d'ajustement. Les politiques budgétaires ont elles aussi un rôle à jouer dans l'amortissement des chocs spécifiques aux pays, mais les stabilisateurs budgétaires ne peuvent être efficaces que si les Gouvernements maintiennent des finances publiques saines.

Permettez-moi maintenant de conclure, Monsieur le Président. Je dirais que bien que la politique monétaire n'ait aucun rôle à jouer dans l'amortissement des chocs asymétriques, les banquiers centraux eux peuvent jouer un rôle, quoique modeste, dans l'amélioration des processus et des mécanismes d'ajustement. Ce rôle, ils peuvent le jouer par le biais de l'analyse qu'ils font des développements économiques et de leur communication publique. Les banques centrales peuvent, en effet, aider à identifier les barrières structurelles au bon fonctionnement des mécanismes d'ajustement et permettre une prise de conscience accrue, tant de la part des décideurs publics que, de manière plus générale, des citoyens de l'union monétaire. Je vous remercie pour votre attention.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci Monsieur VIDAL. Avec la bénédiction de Agnès, je donne la parole à Monsieur SANI pour démarrer et suivre l'ordre du programme. Monsieur SANI, je le rappelle, est Directeur de la Recherche à la BEAC. Son intervention va donc nous ramener à la Zone.

Mahamadou SANI

Au nom du Gouverneur de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale, empêché, j'aimerais tout d'abord sacrifier à un agréable devoir, celui de remercier les Autorités de la BCEAO, notamment les organisateurs de ce Colloque, d'avoir invité la BEAC à prendre part à ces travaux. En effet, aussi bien le thème principal de ces échanges, à savoir « Politique monétaire et stabilité des prix dans l'UEMOA : contraintes et défis », que le sous-thème que vient de présenter Monsieur Jean-Pierre VIDAL et que j'ai le plaisir de commenter, à savoir « Chocs asymétriques en Union Monétaire : quelles implications pour la conduite de la politique monétaire ? », revêtent une grande importance pour la BEAC.

En tant que Banque Centrale commune aux six Etats de l'Afrique Centrale que sont le Cameroun, la République Centrafricaine, le Congo, le Gabon, la Guinée-Equatoriale et le Tchad, la BEAC poursuit aujourd'hui des réformes d'envergure visant à renforcer le cadre et l'efficacité de sa politique monétaire dans la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC), environnement essentiellement marqué par l'asymétrie des chocs économiques.

Dans un tel environnement, le principal défi que doit relever une Banque Centrale comme la nôtre, est celui de réagir adéquatement aux chocs susceptibles d'affecter l'objectif final de la politique monétaire. Il se pose alors le problème de l'évaluation appropriée de l'impact de ces chocs au niveau sous-régional, en vue d'en tirer les conséquences dans la mise en œuvre de la politique monétaire commune. Mais également et surtout, lorsque ces chocs sont asymétriques et n'affectent donc que certains pays, il convient de bien apprécier de quelle manière l'ajustement doit être réalisé.

Les réponses à ces interrogations sont, du point de vue de la littérature économique, traditionnellement formulées dans le cadre de la théorie des zones monétaires optimales développée par MUNDELL dans les années soixante. Cette dernière reconnaît l'efficacité de la politique monétaire régionale en présence de chocs symétriques, mais lui dénie toute efficacité en présence de chocs asymétriques. Aussi, selon notre analyse, la Banque Centrale commune a-t-elle vocation à répondre à la moyenne des chocs que subissent les pays membres et non aux chocs spécifiques affectant les pays. De la sorte, en présence de chocs symétriques, l'ajustement doit être réalisé par le jeu des mécanismes de marché, notamment à travers la mobilité des facteurs de production ou la flexibilité des prix et des salaires, sauf à mettre en œuvre des arrangements institutionnels faisant intervenir le fédéralisme budgétaire. En toute hypothèse, la politique monétaire serait inefficace comme outil d'ajustement dans un tel contexte.

L'expérience des unions monétaires existantes appelle une appréciation quelque peu nuancée de ce raisonnement concluant à l'inefficacité de la politique monétaire. En effet, à l'exception des Etats-Unis qui compensent efficacement les limites à l'optimalité de leur zone monétaire par la mise en œuvre du fédéralisme budgétaire, les unions monétaires établies (UE, CEMAC, UEMOA, ...), qui ne répondent pas aux exigences de la zone monétaire optimale au sens de MUNDELL, affichent néanmoins un fonctionnement convenable, et ce, en l'absence de mécanismes institutionnels de compensation ou de stabilisation conjoncturelle. Il semble ainsi que les unions monétaires opèrent sur la base d'un certain pragmatisme qui leur permet d'être soutenables, lequel n'est probablement pas suffisamment pris en compte dans la littérature économique traditionnelle.

L'exposé de Jean-Pierre VIDAL que nous venons de suivre corrobore cette approche pragmatique d'élaboration et de mise en œuvre de la politique monétaire en présence de chocs asymétriques. Ce souci de pragmatisme est également partagé par la BEAC. En effet, de nombreux facteurs sont à l'origine des chocs asymétriques dans la sous-région, ce qui engendre des décalages conjoncturels importants entre les pays membres, rendant relativement complexe la conduite d'une politique unique. Face à cette situation, une approche duale a dû être adoptée par la BEAC, impliquant une application différenciée de certains instruments de politique monétaire.

Les principaux facteurs à la base des chocs asymétriques dans la sous-région sont : premièrement, l'hétérogénéité des structures économiques des Etats membres, avec une répartition sectorielle inégale des productions nationales, ainsi qu'une dichotomie non répertoriée qui constitue une source additionnelle de clivage entre les pays membres. Deuxièmement, la faible intégration économique et financière joue également un rôle important par rapport à l'impact des chocs asymétriques car, à la différence de la Zone euro où l'union monétaire était en quelque sorte le couronnement d'un processus d'intégration, dans la CEMAC, l'union monétaire a plutôt précédé l'intégration économique. Ainsi, le commerce transfrontalier dans la sous-région ne représente

qu'environ 5% du commerce extérieur des pays membres. En ce qui concerne l'intégration financière, malgré la libre transférabilité des capitaux en vertu des règles de la Zone franc, la mobilité des capitaux demeure faible. Enfin, d'autres sources d'asymétrie concernent l'insuffisance du policy-mix régional à travers la coordination des politiques budgétaires, l'incidence des aléas climatiques et l'impact de certains événements socio-politiques.

Comme conséquence des chocs asymétriques, les pays de la CEMAC enregistrent de fortes dispersions dans leurs performances macroéconomiques, notamment en ce qui concerne le taux de croissance, le taux d'inflation et le taux de couverture extérieure de la monnaie. Par ailleurs, l'environnement financier de la sous-région, aujourd'hui caractérisé par la surliquidité des systèmes bancaires, à la suite de l'embellie de la conjoncture pétrolière, affiche également des disparités entre pays, ce qui a entraîné le classement des Etats membres par la BEAC en trois groupes, aux fins de la politique monétaire, selon qu'ils disposent d'une situation de liquidité abondante (Guinée-Equatoriale), satisfaisante (Cameroun, Congo, Gabon) ou fragile (Tchad), les banques centrafricaines étant, pour l'heure, dispensées de la constitution de réserves obligatoires au regard de leur situation de liquidité.

Dans un tel contexte, une politique monétaire marquée par un haut degré d'unité et faisant abstraction des réalités nationales serait génératrice d'effets pervers sur les cycles économiques. Aussi, pour tenir compte des contraintes non négligeables que lui impose son environnement économique et financier, la BEAC mène aujourd'hui une politique monétaire empreinte de pragmatisme, tant en ce qui concerne les objectifs que les instruments, avec la fixation ou le suivi d'objectifs et de cibles au niveau sous-régional et national.

En définitive, consciente du fait qu'en union monétaire la charge de l'ajustement en présence de chocs asymétriques devrait moins reposer sur la politique monétaire que sur les canaux d'ajustement évoqués par Monsieur VIDAL, la BEAC a engagé, en étroite collaboration avec les Autorités nationales, des réformes en profondeur pour améliorer l'environnement de la politique monétaire dans la CEMAC. Les grandes lignes des réformes engagées, susceptibles d'atténuer l'incidence des chocs asymétriques sur la mise en œuvre de la politique monétaire de la BEAC sont notamment : l'accélération du processus de diversification des bases productives des économies, le renforcement du policy-mix, l'approfondissement du marché financier sous-régional, par la mise en place des bourses de valeurs et la modernisation des systèmes de paiement. Je vous remercie.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Vous avez eu les quatre pages de Agnès qui ont circulé tout à l'heure. On va faire l'articulation entre le Nord et le Sud, entre la Zone euro et l'Afrique subsaharienne. Agnès.

Agnès BENASSY-QUERE

Merci beaucoup Christian. Je suis ravie de participer à cette table ronde, en particulier par la présence à la fois de la BCE, de la BEAC et de l'UEMOA. Il y a des choses très intéressantes, en termes de travaux pratiques, qui se passent en ce moment dans la Zone CEMAC et j'aurai peut-être des questions à poser dans cette direction.

Je redémarre à partir de la présentation de Jean-Pierre VIDAL qui nous dit que les différentiels d'inflation dans la Zone euro ont beaucoup diminué dans les années 90 et sont aujourd'hui relativement limités. J'ai fait un graphique qui diffère un peu du sien, sur lequel on a au milieu, l'inflation de la Zone euro à 12. Je ne représente pas l'écart-type, mais le minimum et le maximum de la Zone euro. On voit qu'il y a un goulot d'étranglement en 1999, juste au moment où on a créé l'euro. Ensuite, les différents pays ayant passé leur examen avec succès lâchent un peu la bride et on a une divergence dans les années qui suivent. Dans les années récentes, on a observé une convergence, mais attention, c'est la Zone euro à 12, elle s'est élargie depuis. Avec un étudiant, Edouard TURKISCH, nous avons calculé quels seraient les taux d'inflation dans les différents pays de l'Union Européenne si les prix en niveau convergeaient en trente ans vers le niveau de la Zone euro à 12, cette dernière ayant une inflation de 2%. Nous l'avons fait juste pour avoir des ordres de grandeur des écarts d'inflation sur le long terme dans l'UE. Le résultat montre bien que l'on peut avoir des écarts de l'ordre de 2% pour les nouveaux Etats membres, en particulier la Slovaquie qui vient de réussir avec succès son examen d'entrée, au 1^{er} janvier 2009 normalement, dans la Zone euro. C'est donc un pays qui vient se serrer la ceinture pour avoir un taux d'inflation qui passe les critères de convergence. Mais en réalité, si on veut que les prix en Slovaquie convergent en trente ans vers le niveau de l'Euro à 12, il faudrait qu'il y ait une inflation qui soit de 2 points de pourcentage au-dessus de la Zone euro à 12, ce qui est logique.

Jean-Pierre VIDAL a parlé d'intégration du marché des biens et services. S'il y a intégration du marché des biens et services, naturellement les prix doivent converger. Il a parlé également de l'effet Balassa-Samuelson et c'est très important. L'idée est qu'à mesure que la productivité va converger en Slovaquie, les salaires vont naturellement monter, mais la productivité n'augmente pas dans tous les secteurs. On cite toujours comme exemple le coiffeur dont la productivité est la même partout dans le monde. Ainsi, les employés dans les secteurs abrités vont voir leurs salaires augmenter, alors que la productivité n'augmente pas, ce qui entraîne une augmentation des prix des biens abrités de la concurrence. C'est très important de bien mesurer cette inflation du secteur abrité de la concurrence, puisque ce n'est pas une inflation qui pose un problème économique. Au contraire, c'est une inflation qui accompagne la convergence. On a toujours dit, par exemple, que l'inflation très forte qu'a connue l'Irlande était une inflation de rattrapage, mais on a oublié de dire que l'Irlande avait fini de rattraper depuis un certain nombre d'années. C'est donc très important de mesurer qu'est-ce qui est dans l'inflation. Est-elle due au rattrapage ou non ? Tout ceci m'amène au cas de l'UEMOA puisque, si j'ai bien compris la discussion d'hier, l'inflation cible dans cette Zone est de 3%, donc un point au-dessus de l'objectif de la Zone euro. Or, on a vu même pour des pays qui sont nettement plus avancés dans la convergence que ne le sont un certain nombre de pays de l'UEMOA, on peut justifier des écarts d'inflation de l'ordre de deux points. Ceci m'amène donc à penser que peut-être 4% est plus en ligne avec une évaluation qu'on peut faire de cette inflation de rattrapage. C'est une réflexion très impertinente en direction des représentants de la BCEAO, mais je serais très contente d'avoir une discussion sur ce sujet et j'imagine qu'il y a déjà une réflexion approfondie là-dessus.

Pour la Zone euro également, une question se pose. Peut-être, elle aussi impertinente en direction de Jean-Pierre VIDAL. Pourquoi, quand on élargit la Zone euro, ne prendrions-nous pas en compte cet effet mécanique de manière à relever de l'ordre d'un demi point cet objectif d'inflation de la Zone euro, simplement parce que l'effet mécanique d'entrée des pays dans la Zone euro

représente, d'après nos calculs, en gros un demi point de pourcentage sur l'inflation. En quoi cela nuirait-il à la crédibilité de la Banque Centrale ? N'est-il pas mieux d'avoir un objectif crédible qu'on peut atteindre, plutôt qu'un objectif plus strict qu'on ne peut pas atteindre ?

Deuxièmement, pourquoi la banque centrale ne peut-elle pas prendre en compte les écarts entre les Etats membres ? Le point de vue de la BCE est qu'il ne faut pas prendre en compte les écarts des Etats membres. J'ai le souvenir d'une thèse d'un des nombreux étudiants de Jean-Paul POLLIN, un de ses rares étudiants qui ne soit pas là aujourd'hui, Alexis PENOT, qui avait expliqué avec un modèle tout à fait simple que l'existence simultanée, dans une union monétaire, d'écarts d'inflation et des différences de canaux de transmission de la politique monétaire, peut justifier que la banque centrale s'intéresse davantage à un pays particulier. Et là, j'ai en tête l'Espagne qui, sur les années récentes, a connu une inflation nettement plus élevée que la moyenne de la zone. Il se trouve que l'on peut s'attendre à un impact relativement fort de la politique monétaire en Espagne, en raison du fait que l'endettement à taux variables y est dominant. La modification des taux d'intérêt a donc un impact rapide sur le comportement des agents et sur la situation des ménages qui se sont endettés à taux variables. Ma question est pourquoi, dans une situation pareille, la BCE ne mettrait pas plus de poids sur l'Espagne, puisque toutes les conditions sont réunies ? Il y a une inflation plus élevée et un canal de transmission plus rapide. Ce cas ne constitue-t-il pas un contre-exemple à la règle générale selon laquelle il ne faut pas se préoccuper des écarts de taux d'inflation entre pays ?

A l'inverse, la banque centrale devrait se préoccuper des pays menacés de déflation. Quand on a 2% en moyenne pour les Etats membres, on peut aussi avoir des pays qui sont proches de zéro. Or, comme on le sait bien, les statistiques tendent à surestimer l'inflation. Donc, quand on est proche de zéro, on est peut-être en déflation. Quand un pays est proche de la déflation, on peut avoir des effets non-linéaires. Est-ce que ce ne serait pas une justification pour la Banque Centrale pour modifier son approche ? Ce changement n'a-t-il d'ailleurs pas déjà eu lieu de facto, sans que la BCE ne le dise, notamment dans les années où l'Allemagne s'était trouvée proche de la déflation ? On pourrait ainsi expliquer une certaine inaction de la BCE.

Venons-en maintenant à l'UEMOA. Je ne sais pas si mes statistiques sont bonnes, mais j'ai essayé de reproduire le même graphique pour l'UEMOA que celui présenté tout à l'heure sur la Zone euro. On y a représenté une moyenne non pondérée des taux d'inflation dans l'UEMOA, une moyenne pondérée, le maximum et le minimum. On voit une chose très intéressante, à savoir que les écarts d'inflation dans l'UEMOA ne paraissent pas très supérieurs. Ils sont à peine supérieurs à ceux qu'on a dans la Zone euro. C'est un résultat extrêmement frappant qui donne même à penser que peut-être dans l'UEMOA, la question n'est pas tellement celle des écarts d'inflation. Il y a une nette différence entre ce qui se passe à l'intérieur de l'UEMOA et hors de l'UEMOA. J'ai représenté l'écart-type de l'inflation dans différentes zones, notamment l'Europe en bleu et la Zone euro en bleu trait plein, et on voit que l'on a un écart d'inflation plus faible hors de la Zone euro. La dispersion des taux d'inflation est plus faible à l'extérieur qu'à l'intérieur de la Zone euro. En revanche, nous avons le contraire et très largement le contraire en Afrique de l'Ouest. Nous avons une grande convergence des taux d'inflation inter-UEMOA et une grande divergence à l'extérieur de l'UEMOA, même si ces écarts se sont réduits dans les années récentes. Je me demande alors si vraiment ces écarts d'inflation sont un sujet important pour la BCEAO ? Je comprends qu'ils le soient davantage pour la Zone CEMAC où il y a beaucoup plus de divergences dans les structures des économies qu'il y en a dans l'UEMOA qui est quand même moins hétérogène comme zone économique.

Comment faire face aux chocs asymétriques ? Je vais reprendre différents points soulevés par Jean-Pierre VIDAL.

Le premier c'est le développement de l'intégration des marchés financiers. A ce niveau, il y a deux idées qu'il faut distinguer. L'une, c'est le partage géographique du risque. Si une bourse de valeurs se développe à Abidjan et que des épargnants au Sénégal détiennent des actions ivoiriennes, en cas de choc négatif sur l'économie sénégalaise, pour une raison sectorielle ou une autre, le revenu des épargnants sénégalais serait soutenu par le fait qu'il n'y a pas le même choc en Côte d'Ivoire. Evidemment, ce n'est pas seulement l'épargnant qui est concerné, dans la mesure où il va utiliser ce revenu pour dépenser, ce qui profite à l'ensemble de l'économie. C'est l'argument du partage géographique du risque et les études ont montré qu'il est très fort aux Etats-Unis, relativement limité en Zone euro, bien qu'il augmente, et très faible en UEMOA.

La deuxième idée c'est le lissage inter-temporel de la consommation. C'est davantage une question de développement du marché financier que d'échange et d'intégration entre les pays. L'idée est que lorsque l'on a un marché financier développé, les chocs temporaires peuvent être plus facilement surmontés. On a donc moins de fluctuations des activités, suite à un choc asymétrique. Cependant, il y a un point que l'on soulève rarement à propos du développement des marchés financiers. En fait, quand on a un marché financier développé et des banques disposées à prêter ou à recueillir l'épargne et à la rémunérer correctement, alors les chocs réels ont souvent moins d'impact sur l'activité, mais aussi les politiques budgétaires sont moins efficaces. En effet, des travaux réalisés sur l'Union Européenne montrent qu'avec le développement des marchés financiers, les politiques budgétaires semblent perdre un peu de leur efficacité. C'est quand même un résultat qui semble traduire une sorte de substitution entre le marché financier et la politique budgétaire qu'il faut avoir en tête.

Enfin, le développement des marchés financiers veut dire aussi que les ménages vont pouvoir s'endetter, parfois beaucoup, voire à l'excès. On va donc peut-être avoir des chocs financiers, comme ce qui se passe aujourd'hui en Europe avec le retournement du marché immobilier en Espagne et en Irlande. La situation difficile des ménages surendettés, c'est quand même une conséquence du développement des marchés financiers. Il ne faut donc pas avoir une vision complètement idyllique des marchés financiers qui permettraient d'amortir les chocs. C'est vrai, mais c'est aussi une source supplémentaire de chocs, notamment quand ils sont mal régulés.

Concernant la flexibilité du marché du travail, il faut dire que c'est un handicap majeur dans la Zone euro et peut-être une force dans l'UEMOA où il me semble, la flexibilité du marché du travail et la mobilité du travail sont nettement plus fortes.

Pour terminer, je vais poser deux à trois questions.

D'abord, Jean-Pierre VIDAL nous dit qu'il n'y a pas de place pour la politique monétaire pour réagir aux chocs asymétriques. Cependant, il me semble que l'eurosystème joue un rôle de prêteur en dernier ressort, et j'aimerais savoir dans quelle mesure ce rôle de prêteur en dernier ressort a joué de manière asymétrique dans les différents pays de la Zone euro ? On sait que les différents pays de la Zone euro ont été touchés de manières très différentes par la crise récente. L'action du prêteur en dernier ressort va quand même être forcément asymétrique, puisqu'on va voler au secours des marchés les plus illiquides. Le marché monétaire est unique en Zone euro. Oui, mais il y a quand

même des banques qui ont connu des difficultés différentes selon les pays de la Zone.

Deuxième chose, nous avons dans les pays de l'UEMOA une mise en commun des réserves de change. En cas de choc asymétrique, la réaction de la Banque Centrale va être de s'occuper de ces chocs asymétriques, rien que par la mise à disposition des réserves de change. C'est un élément très important de partage du risque qui ne passe pas par les marchés financiers, mais plutôt par la Banque Centrale.

Enfin, une dernière question pour le représentant pour la BEAC. Quand on a des pays qui ont des structures économique différentes, notamment, pour simplifier, certains qui exportent du pétrole et d'autres qui n'en exportent pas, on a automatiquement des pays qui accumulent des recettes pétrolières et d'autres qui n'en accumulent pas. Le fait d'avoir une Banque Centrale commune fait qu'il va y avoir de la liquidité dans l'ensemble de la Zone. Observe-t-on dans la Zone CEMAC, une sorte d'exportation du problème de la maladie hollandaise, notamment un secteur pétrolier qui évince les autres secteurs exportateurs ? Est-ce que ça s'exporte vers d'autres pays à cause du fait qu'on a une monnaie commune ? Est-ce envisageable, pour lutter contre ce phénomène, qu'un pays exportateur de pétrole accumule les recettes pétrolières dans un fonds souverain, ce qui aujourd'hui est très à la mode, pour qu'il n'y ait pas des conséquences monétaires au niveau de l'ensemble de la Zone et pour que le syndrome hollandais soit arrêté à la fois au niveau national et au niveau de la Zone ? Par exemple, la Russie a une politique active dans ce domaine, mais elle n'est pas dans une union monétaire avec d'autres pays. Il y a une difficulté supplémentaire du fait que c'est une union monétaire. Est-ce qu'il y a une réflexion dans cette direction à la Banque ou non ? Je vous remercie.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci beaucoup à vous trois. Il y a déjà pas mal de questions croisées autour de la table et pour ne pas fonctionner en vase clos, je préfère les uns et les autres que vous les accumuliez. Vous y répondrez tout à l'heure. Pour l'instant, on ouvre plus largement le débat vers qui veut.

Il y a des questions pour nos amis de la BCEAO, en particulier Agnès en a posé deux ou trois questions qu'elle a qualifiées d'impertinentes, mais ce n'est pas nécessairement autour de la table que l'on va y répondre. Il faudra qu'à un moment donné, maintenant ou un tout petit peu plus tard dans le débat, que Ali ou quelqu'un chez toi, vous répondiez à la question de savoir s'il serait bien ou pas de remonter l'objectif de l'inflation à 4%. Monsieur NORD.

Roger NORD

Merci beaucoup Monsieur le Président. Permettez-moi de prendre une approche un peu provocatrice pour dire que je suis tout à fait d'accord avec la thèse centrale de Monsieur VIDAL, à des chocs asymétriques dans une zone avec une monnaie commune, il faut des réponses aussi bien asymétriques, donc la politique monétaire n'a pas de rôle.

On aurait pu s'en tenir à cela. Vous avez proposé que ce sont les autres qui devraient y répondre. Vous avez proposé de regarder l'intégration des marchés financiers, d'avoir un marché du travail

plus flexible, un marché unique etc. Je dirais que ce sont des politiques qui faciliteraient peut-être la monnaie commune pour une zone de monnaie commune, mais à mon avis, ce ne sont pas des politiques avec lesquelles on peut répondre à un choc. La question intéressante, quand on est dans une zone monétaire, c'est comment répondre ? Ce n'est pas avec des politiques de marché de travail que vous allez répondre à un choc. A mon avis, pour la plupart des pays, et c'est sans doute vrai, pour les pays de la Zone, ce n'est qu'avec des politiques budgétaires qu'on peut vraiment répondre à un choc. Nous avons l'expérience de la Zone CEMAC que le Professeur BENASSY-QUERE avait évoquée, où la Guinée-Equatoriale qui a probablement eu le plus grand choc, a également un taux d'inflation beaucoup plus élevé que dans les autres pays de la sous-région et ce n'est pas étonnant. La réponse macro-économique aurait été d'accumuler des excédents budgétaires très importants, ce qui n'est pas toujours facile.

La recommandation du FMI pour la Zone CEMAC va beaucoup plus dans le sens de ce que le Professeur BENASSY-QUERE avait proposé dans son dernier point. C'est effectivement de créer des fonds d'épargne, et enlever les excédents budgétaires du pool commun des réserves de change, en se disant que ce ne sont pas vraiment des réserves de change, mais des réserves budgétaires à long terme. Il faut donc les mettre à l'écart, d'autant plus qu'elles sont très mal rémunérées. L'incitation pour un pays individuel de la Zone de classer ses excédents budgétaires dans les réserves communes de la zone mal rémunérées est très faible. Je crois que l'on voit, dans la Zone UEMOA, mais surtout dans la Zone CEMAC, que ces chocs peuvent être très importants et la question qui se pose vraiment pour les policy makers, c'est de savoir comment réagir face à ces chocs ? Merci.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Monsieur DEM

Ismaila DEM

Merci Monsieur le Président. Je crois qu'il y a deux questions qui ont été adressées à la Banque Centrale. La première est relative à l'objectif d'inflation que l'on pourrait fixer à 4%. Mais avant d'y répondre, je vais apporter une petite précision. C'est vrai que dans le Pacte de Solidarité de l'Union, on a un objectif d'inflation fixé à 3%, mais à la Banque Centrale, pour les besoins de notre programmation monétaire, nous retenons un objectif d'inflation de 2%, tout simplement parce que nous sommes conscients que nous ne pouvons pas avoir à long terme des taux d'inflation différents de ceux de la Zone euro, puisque nous avons un taux de change fixe avec l'euro. En prenant par exemple un différentiel d'inflation d'un point de pourcentage en moyenne par an, sur trente ans nos prix auront complètement divergé avec ceux de l'Europe. Par conséquent, si on veut maintenir la viabilité de notre régime de change, il ne faut pas complètement diverger avec les performances d'inflation de la Zone euro. C'est pour ces raisons que je prends avec réserve la conclusion de l'étude de Madame BENASSY-QUERE qui indique que l'on pourrait avoir des niveaux d'inflation supérieurs d'un point de pourcentage à ceux de la Zone euro. Cette situation entraînerait sur le long terme une perte de compétitivité de nos économies qui joue directement sur notre balance

commerciale, nos réserves de change, ce qui compromet immédiatement la viabilité de notre taux de change. C'est un mécanisme que nous connaissons bien, nous en avons fait l'expérience en 1994, quand on voit la crise qui a amené la dévaluation. Nous n'avons nullement l'intention de voir se reproduire cette expérience dans les années à venir, ce qui fait que nous suivons particulièrement nos performances en matière d'inflation.

La deuxième question a trait à la divergence entre nos performances en matière d'inflation avec celles de nos pays voisins, notamment le Ghana et le Nigeria. C'est effectivement vrai, on constate qu'en moyenne nous avons des taux d'inflation qui tournent autour de 2% sur le long terme, alors qu'au Ghana et au Nigeria, non seulement ça fluctue beaucoup, mais également l'inflation peut être élevée, à 15% comme Monsieur ADDISON l'a dit hier, bien que ça a baissé dans la période récente. Ainsi, on observe sur les marchés parallèles qui sont très développés en Afrique de l'Ouest, que sur une longue période, nos performances en matière d'inflation sont compensées par une détérioration équivalente du cedi et de la naira du Nigeria. Ce qui fait que lorsqu'on regarde le taux de change effectif réel qui est un indicateur qui essaie de corriger les écarts d'inflation par les écarts de taux de change en tenant compte des poids relatifs du commerce extérieur, on voit une certaine constance dans l'évolution de cet indicateur, notamment au cours de ces dernières années. Le facteur explicatif de tout cela, bien évidemment, c'est un ensemble de choses, notamment notre taux de change fixe et la crédibilité qu'il nous permet d'importer et des politiques budgétaires relativement saines dans la Zone UEMOA. Par exemple, chez nous la monétisation des déficits n'est plus possible depuis 1998 et c'était limité avant cette date, à 20% des recettes fiscales des années antérieures. Ces mesures limitaient vraiment la création monétaire, ce qui, jusqu'à une période récente, n'était pas le cas du Ghana et encore moins du Nigeria.

Il faut dire que nous prenons en compte, dans nos analyses, l'évolution de la conjoncture au Ghana et au Nigeria, avec lesquels nous avons des échanges traditionnellement importants. D'ailleurs, le cycle économique d'un pays comme le Bénin est très corrélé avec ce qui se passe au Nigeria. Les conséquences d'une fermeture de la frontière pendant quelques jours, entre le Bénin et le Nigeria, se font automatiquement sentir sur les revenus et la production. On fait bien attention dans ce cadre-là, notamment quand on parle de chocs asymétriques et surveillons un peu ce qui se passe de ce côté-là, surtout les mouvements réels. Je vous remercie.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci bien. Monsieur OUATARRA.

Mama OUATTARA

Merci Monsieur le Président. J'ai juste deux petites questions. Jusqu'ici on a parlé de politique monétaire, mais j'aimerais bien que l'on nous dise ce que cela signifie. Qu'est-ce que c'est la politique monétaire ? Quand on nous dit que la banque centrale ne peut rien faire face aux chocs asymétriques, alors qu'elle a des instruments, il faut bien que l'on s'interroge sur ces instruments-là.

Deuxième chose, je veux savoir quel sens faut-il accorder à la balance des paiements de pays qui sont dans une zone monétaire, notamment lorsqu'ils mettent ensemble leurs réserves extérieures,

parce que c'est important de bien comprendre pourquoi la banque centrale n'a pas les moyens d'agir en cas de chocs asymétriques. Merci.

Un intervenant

Merci. La thèse de Monsieur VIDAL est claire, la politique monétaire est impuissante pour répondre aux chocs asymétriques. Avec l'intervention du Professeur BENASSY-QUERE, on sent néanmoins qu'il est important de nuancer cette thèse et je serais particulièrement intéressé par les réponses que Monsieur VIDAL donnera tout à l'heure à quelques questions qu'elle lui a posées. En complément, je voudrais lui demander quel lien peut-on faire avec les mécanismes budgétaires de l'Union Européenne ? On sait que ces mécanismes budgétaires, notamment à travers les fonds structurels, sont destinés à corriger les déséquilibres entre les pays. Est-ce que ce n'est pas un canal indirect de transferts budgétaires entre les Etats et de correction, soit ex ante, soit ex post, du fait que les pays peuvent être soumis à des chocs asymétriques ? Merci.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

D'abord Hubert, ensuite Chicot.

Hubert KEMPF

Je voudrais d'abord commencer par un commentaire sur le premier graphique que Jean-Pierre a présenté. Je suis toujours un petit peu étonné de ce que je note comme une contradiction. D'un côté, on nous montre qu'empiriquement, il y a à peu près la même asymétrie entre la Zone euro et la Zone US, ce qui n'est pas une comparaison normale, et de l'autre on ne cesse d'insister sur l'existence de rigidités spécifiques à la Zone euro, tandis que la Zone US serait parée de toutes les vertus d'ajustement. Pour moi, c'est une énigme, mais j'aimerais que les économistes soient en mesure de répondre à ce qui est pour moi une contradiction.

Maintenant, j'ai deux questions. La première rejoint ce qu'a dit Agnès. Tu as parlé de stratégie qui devrait être évaluée à moyen terme. Cela pose un peu la question de savoir comment une politique de moyen terme peut-elle être crédible ou alors comment définir le moyen terme. Il est clair qu'il faut le définir en fonction des capacités d'anticipation effective des agents économiques et si l'on n'a pas ce garde fou, on risque, à force de parler de stratégie toujours à moyen terme qu'il faut évaluer plus tard, d'avoir un problème de crédibilité qui est un petit peu lié à ce que Agnès soulevait, c'est-à-dire le fait que depuis quelques temps la BCE est systématiquement au-dessus de sa cible dite maximum.

Enfin, je suis un peu étonné que tu n'aies pas mentionné, à côté des chocs asymétriques, le fait qu'il y avait aussi, dans le fonctionnement de la Zone euro, des canaux de transmission différenciés qui sont tout aussi importants pour la politique monétaire. De ce point de vue là, je crois qu'il est important de réfléchir tout autant qu'à l'endogénéité des critères, par exemple, d'une zone monétaire optimale, au fait que la convergence implique des modifications dans les canaux de

transmission, et du coup ce qui deviendra important c'est de savoir s'il y a convergence des canaux de transmission de la politique monétaire au sein de la Zone euro.

Chicot EBOUE

Merci Monsieur le Président. Je voudrais prolonger une question d'Agnès en étant moi aussi un peu iconoclaste. Voilà la question d'Agnès qu'elle posait à Jean-Pierre VIDAL tout à l'heure. Ne vaudrait-il pas mieux fixer un objectif d'inflation réalisable plus élevé que l'objectif actuel, étant donné que l'objectif actuel est souvent dépassé ? Alors, je prolonge la question sur les règles budgétaires. L'Union a une monnaie commune, elle-même à l'origine, fondée sur les règles fixes entre les monnaies participantes. Elle se fixe une norme d'inflation faible et relativement rigide. Elle se fixe une règle budgétaire, relativement rigide aussi, laquelle règle budgétaire, 3% de déficit budgétaire par rapport au PIB, est dépassée. Elle a été dépassée par l'Allemagne il y a deux ans et Angela MERKEL a demandé à justifier le dépassement. Elle est dépassée actuellement par la France qui dit que c'est en 2012, c'est-à-dire que c'est au bout de 5 ans qu'il faut évaluer la performance budgétaire. La question est donc, finalement trop de fixité ne tue-t-elle pas la fixité ? Autrement dit, est-ce qu'il ne convient pas d'aller vers des règles à rétroaction ? J'aurais pu commenter davantage en rappelant le débat PRODI d'il y a 5-6 ans. Est-ce que, finalement en matière budgétaire, il ne faut pas revenir à un peu plus de flexibilité, pour justement affecter ces chocs asymétriques. On vient de le dire, les Etats Unis, c'est quand même une union monétaire entre les Etats fédérés, qui ont un système qui permet d'adresser ce problème de chocs asymétriques.

La deuxième question et je termine là, est elle aussi un prolongement à destination des gens de la BCEAO et de la BEAC. On a une règle fixe d'inflation basse à 2% et on nous dit que le respect de la compétitivité exige de ne pas atteindre un taux d'inflation plus élevé. On nous dit aussi qu'une inflation plus forte, ce serait un déport sur les prix qui obérerait complètement la compétitivité. Et on est dans des pays pauvres, en développement. Est-ce qu'on s'est jamais interrogé sur la question de l'inflation optimale en UEMOA ? En Inde, l'inflation est aujourd'hui de 8%. Elle est passée de 27%, il y a quelques années, à 8% aujourd'hui et, c'est un pays émergent qui conteste la suprématie des grands pays industriels. Donc, est-ce qu'on peut véritablement dire que dans les pays pauvres, quoique dans une union monétaire, l'inflation optimale est de 2% ? Je ne crois pas. Merci Monsieur le Président.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Juste pour ton information Chicot, on a abordé hier la question de l'inflation optimale, mais on a ouvert le débat, on ne l'a pas vraiment conclu. On l'a abordé de manière générale, mais pas de manière spécifique par rapport aux pays d'Afrique subsaharienne.

Il faut qu'on ait des réponses sur ces questions, si vous êtes d'accord, sauf s'il y a une dernière intervention. Notre ami de la BEAC, Monsieur SANI, vous avez pas mal de questions qui vous ont été directement adressées par Madame BENNASY-QUERE et Monsieur NORD. Est-ce que vous pouvez y répondre maintenant ? Allez y.

Aimé Dominique BIDA-KOLIKA

Merci Monsieur le président. Avec la permission de Monsieur le Directeur, je voudrais essayer de donner des débuts de réponses aux questions qui ont été posées par rapport à la Zone BEAC. Les questions de Madame BENASSY-QUERE et de Monsieur NORD se recoupent dans une certaine mesure.

Je commencerai par celle de Madame BENASSY-QUERE, concernant l'exportation possible du syndrome hollandais compte tenu de la dichotomie des structures de production entre les pays de la CEMAC en secteurs pétroliers et non pétroliers. Je crois qu'il est important de relativiser et de nuancer un peu, puisqu'en fait sur les six pays, seule la République Centrafricaine n'est pas un pays producteur de pétrole. Néanmoins, on peut se dire que le poids du secteur pétrolier, variant d'un pays à l'autre, on peut toujours avoir des phénomènes d'exportation de ce syndrome d'un pays à l'autre. La réponse serait a priori négative, en raison du degré d'avancement de l'intégration dans la sous-région, parce que l'exercice du syndrome hollandais, supposerait le déport d'une partie des ressources disponibles, des facteurs de production, vers un secteur déterminé, notamment le secteur pétrolier, au détriment du secteur non pétrolier. Cela voudrait concrètement dire que les Centrafricains devraient pouvoir affluer en Guinée-Equatoriale pour profiter de la manne pétrolière, avec un impact délétère sur l'économie centrafricaine et ça serait l'expression du syndrome hollandais. Dans l'état actuel des choses, c'est relativement difficile, parce que pour aller en Guinée-Equatoriale, le Centrafricain a besoin d'un visa, lequel n'est pas aussi facile à obtenir. L'état actuel de l'intégration économique et financière fait donc que le jeu auquel on pourrait s'attendre, des mouvements d'échange liés à l'explosion de la manne pétrolière dans la sous-région, ne s'exprime pas totalement.

La deuxième question porte sur la mise en place de ce que nous appelons dans la sous-région des fonds de réserves, c'est-à-dire un certain nombre de mécanismes destinés à amoindrir l'impact délétère de la manne pétrolière sur les grands équilibres. Effectivement, il y a un certain nombre d'initiatives qui ont été prises par la Banque Centrale, en collaboration avec les Etats membres qui portent sur trois mécanismes particuliers, selon le degré de liquidité des placements qui sont effectués. Ainsi, nous avons des fonds de réserves pour les générations futures. Ce sont des fonds destinés à collecter les dépôts faits par les Etats et qui doivent être immobilisés sur une longue durée. Nous avons aussi des mécanismes de stabilisation des recettes budgétaires, sous forme de dépôts, dont le rôle est de permettre aux Etats de loger une partie de leurs recettes selon leurs besoins de trésorerie, avec une maturité moins longue que celle des fonds de réserves pour les générations futures. Enfin, nous avons des dépôts spéciaux qui sont plus ou moins des comptes courants.

Monsieur NORD a rappelé une question qui revient souvent dans le cadre des réunions semi-annuelles FMI/BEAC, celle de la rémunération de ces fonds, afin de servir de motivation aux Etats pétroliers pour rapatrier leurs ressources. Je peux dire que ce dossier a beaucoup évolué entre-temps. La Banque Centrale a fait des efforts notables pour la rémunération des dépôts des Etats, afin de faire en sorte que les rapatriements soient beaucoup plus linéaires. Néanmoins, nous enregistrons toujours quelques réticences de certains Etats qui estiment que les rémunérations qui sont portées par la Banque Centrale ne sont pas encore suffisantes. La Banque réfléchit à des mécanismes pour augmenter les rendements sur ces dépôts et l'initiative en cours est une réflexion qui a été engagée sur la détermination d'un niveau optimal de réserves de change, parce que nous sommes en

régime de change fixe et les matelas de devises doivent permettre d'assurer la garantie de notre monnaie et la fixité du taux de change. Par conséquent, les réflexions sont en cours et dès qu'elles auront abouti, la Banque Centrale sera à même de déterminer un niveau de réserves qui devraient conserver un certain degré de liquidité pour faire face au besoin de balance des paiements. Au-delà de ce niveau, la Banque Centrale s'autoriserait alors à faire des placements dynamiques, à plus long terme, avec des rendements beaucoup plus intéressants qui seront intégralement versés aux Etats concernés. Voilà, en gros, les réponses que je voulais apporter aux questions qui nous ont été posées.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci. Agnès.

Agnès BENASSY-QUERE

Merci. J'ai juste deux petits points liés aux réponses qui ont été données. D'abord, la BCEAO dit que 1% par an d'inflation en plus que la Zone euro peut avoir un impact sur la compétitivité. Je dis que cela dépend de la nature des produits concernés. Ce qui serait intéressant c'est d'avoir, vous l'avez peut-être, un indice de prix des biens échangeables et un indice de prix des biens non échangeables. Celui qu'il faut vraiment surveiller de très près, c'est celui des biens échangeables. Le problème est l'inflation qui ne résulte pas des gains de productivité, sinon il n'y a pas de problème. En résumé il n'y a pas de réponse dans l'absolu, ça dépend de quels produits sont concernés. Il me semble qu'on est d'accord là-dessus.

Concernant le syndrome hollandais, je remercie beaucoup Monsieur SANI pour sa réponse très intéressante. Je veux simplement faire un point sur le syndrome hollandais et le fait que ça ne nécessite pas une mobilité de la main-d'œuvre. On peut très bien avoir une exportation du syndrome hollandais sans que les gens bougent du tout, puisque ça passe par l'inflation. Elle passe par la monnaie, précisément la création monétaire et l'absence de stérilisation et le fait que les prix augmentent dans toute la Zone, ce qui tue le secteur exportateur du pays non pétrolier.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Monsieur VIDAL pour 10 minutes. Vous avez beaucoup de points.

Jean-Pierre VIDAL

En effet, il y a beaucoup de points et donc beaucoup de réponses à apporter. Je vais essayer d'être bref, vous me donnez 10 minutes, j'en vois un maximum et je dirai qu'en tant que banque centrale on aime avoir des objectifs à atteindre et j'ai une double incitation, c'est d'une part d'abord, en tant que banquier central, on aime atteindre son objectif et, d'autre part, le repas étant d'excellente qualité, je vais m'assurer que je ne vais pas du tout dépasser le délai que vous m'avez imparti.

Alors, restons sur cette histoire d'objectif. J'observe parfois ce que j'appellerais, à titre personnel, une sorte de schizophrénie sur les objectifs ou la définition quantitative des prix. De deux choses l'une : souvent on se plaint, finalement vous n'avez pas atteint votre objectif, ensuite on se plaint que l'objectif est trop bas. J'y vois une sorte de contradiction. On a un objectif ambitieux, un objectif qui en fait est simplement la traduction d'un mandat, je dirais politique, qui est dans le traité, assurer la stabilité des prix. Je ne pense pas que la solution, quand on a des problèmes que l'on peut parfaitement expliquer dans l'atteinte stricte de cet objectif, serait de changer l'objectif. Ça me fait un peu penser aux négociations que j'ai avec mon fils, quand je lui dis écoutes il faut que tu aies 15 sur 20, fais des efforts pour avoir 15 sur 20, et il essaie de m'expliquer qu'en fait un bon objectif serait 10 sur 20, et là je sais évidemment tout de suite que si je lui lâche la bride sur l'objectif, je ne peux pas attendre de meilleurs résultats.

En ce qui concerne les effets de rattrapage ou de Balassa-Samuelson, il ne faut pas oublier que dans le graphique que je vous avais montré, le poids des pays compte quand même dans les différentiels d'inflation. Pour calculer le total pour la Zone euro, les petits pays qui ont des taux d'inflation élevés n'auront pas une importance énorme sur l'objectif.

D'autre part, cet effet de 0,5, il faudrait que je vérifie combien on avait au cours de l'évaluation de la stratégie en 2003. Ces effets ont, en fait, été pris en compte dans ces discussions à l'époque aussi bien que le problème de déflation généralisée. Tout cela a été pris en compte et analysé lorsqu'on a révisé la stratégie en 2003. Ensuite, toujours en restant sur cette ligne de l'objectif, je crois qu'il y a une distinction à porter entre ce qui est l'objectif d'une union monétaire et ce qui est l'analyse de la Banque Centrale dans la conduite de la politique monétaire. Il est clair que dans une union monétaire où on a une politique monétaire unique, je vois mal comment on pourrait ne pas avoir un objectif de facto. Je dirais que c'est presque une implication de notre mandat qu'il y ait un objectif qui est défini pour la zone dans son ensemble. En revanche, le message que j'ai essayé de faire passer c'est que l'analyse des données au niveau désagrégé, au niveau sectoriel, au niveau national, permet de prendre en compte dans la formulation de la politique monétaire les différents développements. Il s'agit de les analyser et de les prendre en compte dans la décision, qui est une décision unique, sur le taux d'intérêt de façon appropriée.

Ce qui est peut-être plus difficile à accepter quand on a une approche analytique, d'universitaire, c'est qu'il n'est pas toujours facile de mettre des poids sur tout ce qui se passe et ce n'est pas facile à faire car les poids ne sont pas fixes, ils dépendent de l'analyse. C'est quelque chose qui fait que les banques centrales ont besoin d'avoir, par exemple, un Conseil des Gouverneurs qui puisse évaluer cette information et finalement prendre une décision.

En ce qui concerne ce que vous avez mentionné sur le prêteur en dernier ressort, je dois dire que la BCE n'agit pas en dernier ressort. Ce qu'elle fait c'est qu'elle fournit la liquidité nécessaire au fonctionnement du marché monétaire, qu'elle réabsorbe d'ailleurs sur d'autres segments du marché. En définitive, dans une union monétaire, je pense que ce sera aux Gouvernements de régler le problème s'il y a un défaut de banque ou ce genre de chose. La politique de liquidité doit être quelque chose de complètement différente.

En ce qui concerne votre point sur la politique budgétaire, bien entendu elle a un rôle très important en termes de réponse aux chocs asymétriques. Ceci dit, mon message qui, je tiens à le souligner, reflète plus l'expérience de la BCE, est à analyser et mettre en perspective avec les conditions qui

sont celles d'autres unions monétaires comme l'UEMOA. Je ne dirais pas que ce sont des choses qui sont transposables une à une. Ce sont des suggestions à analyser, ce ne sont pas des enseignements qui s'appliquent indifféremment. En ce qui concerne la politique budgétaire, je ne pense pas d'après ce que je sais, mais je peux me tromper parce que je ne travaille plus dans la division de politique budgétaire depuis un peu plus d'un an, il me semble que pour l'instant aucun pays de la Zone euro n'est en situation de déficit excessif. Mais, je pourrais être corrigé là-dessus, parce que je ne suis plus cette question de façon très attentive. Il est clair que la philosophie du Pacte de Stabilité et de Croissance, c'est essentiellement que les pays atteignent à moyen terme leur objectif de moyen terme.

Il y a une question sur les instruments de la politique monétaire. Quels sont-ils ? De quoi parle-t-on ? Il me semble que c'est une question importante qui va tout à fait dans la même direction que les réflexions que m'a inspiré le commentaire de Monsieur SANI. C'est que tout ce que j'ai dit me semble être, du point de vue des défis auxquels vous faites face, un peu naïf. C'est-à-dire que l'implémentation et la mise en œuvre de la politique monétaire ou le type d'instruments que vous avez sont probablement très différents de ce que je connais, de ce que j'imagine. Et ça, c'est quelque chose à prendre en compte et à discuter peut-être cet après-midi dans le cadre du panel.

Il y a une question de professeur KEMPF sur l'énigme de la flexibilité. Il est clair que d'une certaine façon si l'on compare la Zone euro et la Zone US, on voit que la Zone US est plus flexible. On obtient, comme vous le voyez, des différentiels d'inflation qui sont tout simplement équivalents. Les politiques monétaires sont néanmoins différentes. Il est clair que le niveau de structure de rigidité, nominale et réelle, qui existe en Europe fait qu'avec des mouvements de taux d'intérêt beaucoup plus faibles, la Banque Centrale Européenne a probablement un impact beaucoup plus fort sur le développement que la FED qui fait face à une économie qui réagit beaucoup plus rapidement où pour avoir un impact il faut aller beaucoup plus vite dans la réalisation de politiques monétaires. Mais, ce sont des éléments qu'on peut discuter et analyser. C'est juste une piste pour répondre à cette question.

Enfin, je conclurais sur cet élément puisqu'il est juste 13 heures, je dirais qu'avec un taux d'inflation sur dix ans à 2,1% en moyenne, à la suite de chocs imprévisibles, de chocs pétroliers de chocs des prix alimentaires, je ne pense pas qu'on puisse fondamentalement dire que la Banque Centrale Européenne ait manqué à son mandat. Merci Monsieur le Président.

Christian de BOISSIEU

Président de séance

Merci à vous trois, merci à vous tous. Bon appétit.

UNION MONETAIRE ET STABILITE DES PRIX : LE ROLE DU POLICY-MIX

Ismaila DEM

Nous ouvrons cette séance de l'après-midi par la communication de Nasser Ary TANIMOUNE de l'Université d'Ottawa, sur le thème « Union monétaire et stabilité des prix : le rôle du policy-mix ». Cette séance sera présidée par le Professeur Agnès BENASSY-QUERE, Directrice du CEPIL. Les deux commentaires relatifs à cette communication seront faits par Messieurs Kimséyinga SAWADOGO de l'Université de Ouagadougou et Jean-François BRUN de l'Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Nous avons le plaisir, cet après-midi, de passer un petit peu de temps sur le policy-mix et j'ai l'impression plutôt que c'est la politique budgétaire. Effectivement les banques centrales se préoccupent de politique budgétaire et nous devrions, comme le disait Jean-Pierre PATAT hier, accepter que les Gouvernements se préoccupent de politique monétaire. La présentation sera assurée par Nasser Ary TANIMOUNE, de l'Université d'Ottawa. Les deux commentateurs seront, comme l'a dit Monsieur DEM, Jean-François BRUN, Vice-doyen de la faculté des Sciences économiques et de Gestion de l'Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand et Massa COULIBALY, Coordonnateur du Groupe de Recherche en Economie Appliquée et Théorique (GREAT) au Mali. Il est donc Professeur à l'Université de Bamako.

Nasser Ary TANIMOUNE

Merci Madame la Présidente, merci à la BCEAO de m'avoir invité. Merci à vous autres qui allez écouter ma communication. Je voulais à titre de remerciement dire quelque chose d'autre, mais je vais attendre vers la fin, pour ne pas cristalliser les esprits.

La communication qui m'a été demandée de délivrer aujourd'hui porte sur les politiques monétaires et les politiques budgétaires, notamment le rôle du policy-mix. Si vous me le permettez, je vais commencer par la conclusion d'hier de Monsieur POLLIN. Dans sa conclusion, il disait qu'il y avait trois conditions complémentaires pour la réussite de la politique monétaire. L'une d'entre elles est, bien entendu, une politique budgétaire cohérente. Je dois préciser que dans tout ce qu'on a entendu jusqu'à maintenant, on a implicitement supposé que les politiques budgétaires accompagnaient la politique monétaire. Si cette condition n'est pas remplie, la BCEAO risque vraisemblablement de perdre beaucoup plus de temps dans sa recherche de stabilité des prix. Pourquoi ? C'est ce que nous allons découvrir ensemble.

Ce que je propose, c'est de vous présenter quelques résultats empiriques, vous comprendrez donc que je n'insiste pas sur les grands débats théoriques à savoir, qui fait quoi. Je vous donnerai les grands titres et j'insisterai surtout sur les aspects empiriques dans la Zone UEMOA. Ainsi, la première partie sera consacrée à la présentation, en trois minutes, du policy-mix en union monétaire, notamment la nécessité de coordonner les politiques économiques et l'impératif d'identifier les effets des politiques budgétaires. Ensuite, j'aborderai dans le cadre spécifique de la Zone UEMOA cette question de policy-mix. Il s'agira précisément de présenter le Pacte de Croissance, dire un mot sur l'identification des mécanismes budgétaires et de présenter nos travaux et les implications de leurs résultats en matière de politique économique pour les décideurs de la Banque Centrale.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Tout ça en 20 minutes ?

Nasser Ary TANIMOUNE

Tout ça en 20 minutes.

Pour simplifier, et sans perte de généralité, on dira que le policy-mix est un dosage dans l'utilisation des instruments de politique économique, notamment la politique monétaire et la politique budgétaire, pour réduire les fluctuations de l'activité économique et, bien entendu, celles des prix. Une fois que l'on est plus ou moins d'accord là-dessus, on peut passer au deuxième point qui consiste à dire qu'étant donné qu'il y a une relation forte entre les différents instruments de politique économique, alors l'effet de la politique monétaire ne se limite pas seulement au taux d'intérêt. Au demeurant, les politiques budgétaires peuvent aussi avoir des effets sur le taux d'intérêt. On sait que dans ces conditions, il se présente différentes configurations. Le modèle de MUNDEL nous dit que pour atteindre deux objectifs, il faut avoir deux instruments, sauf qu'il y a des objectifs intermédiaires qui font que ça pose généralement plus de problèmes. Toute l'idée est donc de savoir comment gérer, de façon optimale la demande, qui est vraisemblablement de court terme, et les perspectives de production. De ce point de vue, on ressent bien la nécessité de coordonner les politiques économiques. D'abord, parce que la politique monétaire en agissant par exemple, sur les taux d'intérêt, peut avoir un impact sur les investissements et l'endettement.

Si on doit revenir sur la stabilité des prix, une des particularités des unions monétaires est que vous avez une monnaie commune et des politiques budgétaires différentes. C'est le cas de l'UEMOA, à l'exception près qu'il existe d'autres éléments à prendre en compte, le compte d'opérations par exemple. Avec la dévaluation de 1994 et les chocs économiques, il est apparu la nécessité d'assurer la convergence des politiques budgétaires des différents pays. Toute l'idée de la coordination entre les politiques budgétaire et monétaire tourne autour de ce que l'on appelle la soutenabilité de la dette. Je dois préciser que je suis un petit peu mal à l'aise avec cette expression « soutenabilité », parce que même si on sait que d'un point de vue théorique, il peut exister un niveau d'endettement optimal, dans la pratique il se pose beaucoup de problèmes. Quand je dis soutenabilité, comprenez le donc d'un point de vue théorique. Par ailleurs, on montre que le problème, c'est qu'il y a un risque de monétisation de la dette. Ainsi, dans une union monétaire, cela change totalement les objectifs que se fixe la banque centrale.

J'aurais pu parler du marché financier et dire que si les Etats s'endettaient sur ce marché, la contrainte serait alors plus visible, mais on sait que ce n'est pas exactement le cas, bien que ça commence dans la Zone UEMOA.

En gros, les banques centrales en élaborant leur politique monétaire, doivent quand même s'assurer que les politiques budgétaires, notamment les politiques d'endettement, ne crèvent pas le plafond, comme on dit, et surtout que les Etats ne veuillent pas systématiquement monétiser leurs dettes.

Au total, le fait le plus important en policy-mix, c'est justement la discipline budgétaire, par rapport, bien entendu, à la politique de monnaie commune. Si on s'entend sur ce point, l'autre contrainte

que l'on se pose est celle de bien cerner les effets des ajustements budgétaires. Cependant, ce n'est pas si évident. Pourquoi ? Pour deux raisons. La première est liée à ce qu'on appelle les effets linéaires traditionnels. Avec un ajustement de type keynésien, les contractions budgétaires ont un caractère récessif. On a aussi l'équivalence ricardienne qui mène à la neutralité de l'activisme budgétaire, alors que certains travaux ont montré qu'en Europe du Nord on pouvait avoir un impact expansif avec des contractions budgétaires. Il est aussi établi dans la littérature qu'il y a également des aspects non-linéaires qui s'expliquent principalement de deux façons. D'abord, il y a l'effet de seuil, c'est-à-dire que les situations initiales des finances publiques peuvent changer totalement la portée des politiques budgétaires. Par exemple, on peut penser qu'au dessus ou en dessous d'un certain taux d'endettement, la politique budgétaire n'ait plus les mêmes effets. Ensuite, un deuxième élément qui justifie les effets non-linéaires. C'est ce que l'on appelle les effets de composition. De nombreuses études montrent en effet que les effets des ajustements budgétaires pourraient être totalement différents, selon que l'on considère les recettes ou les dépenses.

Une fois qu'on s'entend sur ces principales relations théoriques, la deuxième question est de se demander ce qu'il en est de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine. En effet, pour mener une politique monétaire efficace, il faut d'abord identifier quels sont les ajustements budgétaires dans la Zone.

Je commencerai par présenter, sans insister bien entendu, le Pacte de Solidarité et de Croissance. Je vous rappelle que dans la Zone, la politique monétaire commune a précédé l'existence d'une réelle volonté de convergence des politiques budgétaires. C'est donc pour y remédier qu'il a été mis en place un Pacte de Solidarité et de Croissance, dont je vous rappelle ici les différents critères. Bien entendu, je ne les ai pas classés comme cela se fait habituellement, c'est-à-dire en critères de premier et de second rang. J'y reviendrai parce que cela renvoie à une question de crédibilité, non pas de la politique monétaire, mais de la politique budgétaire.

Premièrement, il faut noter que les normes peuvent être considérées comme une contrainte, tout au moins comme des éléments qui devraient contraindre les politiques budgétaires à converger. De ce point de vue, des évolutions assez illustratives ont été observées. Par exemple, avec ce graphique à peu près identique à celui que Madame BENASSY-QUERE avait présenté tout à l'heure, notamment sur les taux d'intérêt, nous notons une sigma convergence des taux d'inflation. Vraisemblablement, les banquiers centraux seraient contents de voir ce graphique : ils ont tellement bien fait leur travail qu'il n'y a rien à dire, au regard de la stabilité des taux d'inflation. La sigma convergence, en fait, est une mesure de l'écart entre les pays et on se rend compte que de 1994 à 2002, cet écart s'est vraiment réduit de telle sorte qu'on peut penser qu'il n'y a presque aucune hétérogénéité en termes de taux d'inflation. De même, on voit que la moyenne des taux d'inflation de l'UEMOA converge vers la norme du Pacte. Cependant, c'est presque le seul indicateur du Pacte de Convergence pour lequel presque tous les pays ont convergé.

En effet, les résultats deviennent différents dès que l'on examine les soldes budgétaires, notamment le solde budgétaire de base, le critère-clé du pacte de convergence. A ce niveau, par contre, je crois que les banquiers centraux ont de bonnes raisons d'avoir des cauchemars : la convergence peine à se réaliser, même si la moyenne de l'UEMOA commence à se stabiliser. De ce point de vue, comme je le disais tantôt, lorsque vous avez des politiques budgétaires qui divergent, ça peut totalement contrarier l'impact de la politique monétaire.

Deuxièmement, on constate par ailleurs, que par rapport aux effets de la politique budgétaire, il semble qu'il y a des relations non-linéaires, conditionnelles au taux d'endettement extérieur, entre d'une part, le solde budgétaire primaire et d'autre part le taux de croissance. Dans ces conditions, on se demande alors comment se comportent les ajustements budgétaires dans l'UEMOA ? Avec mes anciens collègues du CERDI, nous avons travaillé sur ce sujet et les premiers résultats que nous avons obtenus, en utilisant un modèle à effet de seuil, montrent que les ajustements budgétaires dans l'UEMOA seraient non-linéaires, conditionnellement au taux d'endettement. Je rappelle qu'il s'agit d'un taux d'endettement extérieur moyen et ce n'est pas un taux optimal, mais uniquement indicatif.

Sur la base de ces résultats, on pourrait dire que lorsque l'endettement moyen de l'UEMOA est en dessous de 83%, les ajustements budgétaires sont de type keynésien. Au-delà, soit les résultats sont non-significatifs, soit les ajustements budgétaires sont du type anti-keynésien. Ainsi, on se rend compte que les ajustements budgétaires ne sont pas forcément des causes de récession économique, surtout lorsque les situations initiales des finances publiques sont dégradées. Bien entendu, la BCEAO devrait donc être attentive, ce que je présume être le cas, par rapport au niveau d'endettement extérieur.

D'autres interrogations se posent également. D'abord, celle de savoir quelle est l'importance relative des stabilisateurs économiques ? On se pose cette question, parce qu'il faut savoir comment se font les corrections lorsqu'il se produit un choc, particulièrement dans les pays en développement. En particulier, il faut voir s'il existe un effet de composition. En partant d'une modélisation empirique simple, par exemple imaginez qu'on ait un solde budgétaire souhaité et un solde budgétaire effectif, on peut en déduire une règle budgétaire qui tient compte, bien entendu, du stock d'endettement, de la situation de l'économie, donc des fluctuations économiques, notamment l'output gap et du solde budgétaire de l'année antérieure.

Ce qui vraisemblablement va susciter le débat, c'est d'abord le contenu de la variable expliquée. De même, il faut savoir si on peut utiliser cette règle à des fins de politique économique ?

La première option concernant la variable expliquée, est de prendre le solde budgétaire de base, tel qu'il est calculé dans l'UEMOA, ou bien un solde budgétaire de base structurel, c'est-à-dire corrigé des fluctuations conjoncturelles. Pour analyser l'effet de composition, nous tenons compte des recettes totales et des dépenses courantes.

Concernant les variables explicatives, on a d'abord l'output gap, calculé à partir du PIB potentiel. Je sais que la BCEAO a publié une étude là-dessus et la question était de savoir s'il fallait utiliser une fonction de production du genre Cobb-Douglas ou la méthode de Hodrick-Prescott pour le lissage. Finalement, nous avons opté pour cette dernière. On a refait la même chose en 2008, avec les collègues de CERDI, mais cette fois en traitant différentes valeurs de lissage pour voir si le modèle demeurait stable. Parmi les autres variables explicatives, on a le stock de la dette. Pour les variables instrumentales, vous savez que le fameux oméga de l'équation représente l'ensemble des variables sensées expliquer les fluctuations économiques. Pour des raisons techniques et d'estimation, on les appelle des variables instrumentales, puisqu'elles n'entrent pas directement dans notre équation. On en a donc toute une liste où y figurent, vous vous imaginez bien, les critères du Pacte. Nous les avons ensuite décalés d'une à trois périodes en supposant qu'il peut y avoir un effet de mémoire.

A propos de la technique d'estimation, il faut dire que l'on n'utilise pas couramment la méthode des moments généralisés non-linéaires, mais c'est ce que nous utilisons parce que, comme vous l'avez remarqué, l'équation de la règle budgétaire n'est pas linéaire. On ne peut donc pas utiliser une estimation linéaire. Nous avons estimé l'équation pour les sept pays de l'UEMOA, à l'exception de la Guinée pour laquelle nous n'avons pas de données sur la période de 1986 à 2002. Je dois dire qu'au cours du déjeuner, on a eu des échanges sur la disponibilité des données et il semblerait qu'elles seraient disponibles ; je les prendrai avec plaisir. Pour l'instant, on a travaillé sur la période 1986 à 2002, avec les données de la Commission de l'UEMOA et des notes d'information et statistiques de la BCEAO. Vous pouvez vous référer au tableau mis dans le texte pour lire les résultats.

Quels sont les résultats et les implications de politique économique ? Les premiers résultats montrent que le coefficient de la déviation du solde budgétaire de long terme par rapport au niveau de la dette souhaitée est quasiment nul, même s'il est statistiquement significatif et j'insiste sur l'expression statistiquement significatif. Ce résultat voudrait dire que si l'UEMOA veut avoir une politique budgétaire cohérente, elle doit avoir un solde budgétaire de base excédentaire.

Deuxièmement, il y a le facteur d'inertie qui permet aux différents instruments de politique économique de s'adapter. On se rend compte qu'en terme de politique budgétaire, le coefficient est statistiquement très élevé et significatif, ce qui veut dire que l'effet de mémoire est persistant. Ainsi, si la politique budgétaire dévie négativement, il faudra beaucoup plus de temps pour corriger le tir. C'est un résultat important à prendre en compte dans la formulation des politiques économiques.

Concernant la dette extérieure, on se rend compte qu'elle est significative et son impact quasiment identique, quelle que soit la nature structurelle ou non du solde budgétaire. On a utilisé le solde structurel, pour voir si la différence des deux permet de mettre en évidence un effet stabilisateur automatique. Il se trouve que, et ce n'est vraisemblablement pas étonnant, la gestion de la dette ne répond pas à des impératifs économiques, mais plutôt discrétionnaires.

Ensuite, en moyenne l'impact des stabilisateurs économiques serait, je précise le conditionnel, très faible dans l'UEMOA. Cela veut dire qu'il ne faut pas s'attendre à ce que la situation économique corrige les chocs. Il faut forcément qu'il y ait des mesures. De ce point de vue, l'une des conclusions serait que la politique budgétaire soit assez discrétionnaire.

Au-delà de ces premiers résultats, un regard sur les effets de composition, permet de déduire on se rend compte que l'effet d'inertie est moins prononcé dans le cas des recettes que des dépenses courantes. Ce résultat voudrait dire que si les dépenses courantes sont affectées, il sera beaucoup plus difficile de corriger le tir que s'il s'agissait des recettes publiques. Ensuite, on a le coefficient du stock de la dette qui sort avec un signe négatif, mais ce sont des valeurs moyennes. Ce que l'on souligne, à ce sujet c'est tout simplement que lorsqu'il y a un choc de dette extérieure, l'effet sur les recettes totales est marginalement moins important que sur la baisse des dépenses.

Concernant spécifiquement l'effet des fluctuations de l'économie, on se rend compte que les recettes totales sont contracycliques.

En résumé, la conclusion de politique économique est que lorsqu'il y a un choc sur la production, l'ajustement budgétaire relatif passerait davantage par les recettes publiques totales, alors qu'avec

un choc sur le stock de la dette extérieure, l'ajustement budgétaire passerait davantage par les dépenses publiques.

Je vous remercie.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci pour cette présentation riche sur laquelle nous allons revenir, parce qu'il y a beaucoup de résultats. Nos commentateurs vont nous aider à bien en tirer toutes les conclusions. Peut-être qu'ils vont en trouver quand même. Je vais donc passer la parole au Professeur COULIBALY de l'Université de Bamako qui va donner ses commentaires. Ensuite, Jean-François BRUN prendra le relais.

Massa COULIBALY

Merci Madame la Présidente. J'ai peur que votre soif ne puisse être éteinte puisque, je dois le dire tout de suite, la valeur ajoutée des commentateurs est d'habitude dans le fait qu'ils lisent plus attentivement les papiers qui leur sont soumis par rapport aux autres, ce qui n'est pas une critique contre les autres, mais cette fois-ci on n'a pas eu le papier avant. On l'a eu pendant la présentation comme tout le monde. Par conséquent nos commentaires s'appuieront sur cette présentation, ce qui ne nous permet pas d'apporter une plus grande valeur ajoutée.

Je dirais que je suis à l'aise avec le papier, parce qu'il est bien écrit. On comprend très bien ce que l'auteur a voulu faire et on arrive à le suivre de façon assez enrichissante. Le document qu'il nous soumet est scindé en deux parties, dont une première, un peu théorique, sur le policy-mix et une seconde consacrée à une analyse empirique du cas de l'UEMOA. Dans la première partie, je crois qu'il revient sur les objectifs de policy-mix, en mettant l'accent sur la nécessité de coordonner les politiques économiques, et sur l'identification des effets de la politique budgétaire sur la stabilité des prix et la soutenabilité de la dette.

Dans la deuxième partie, il est revenu sur les indicateurs liés aux critères du Pacte de Convergence de l'UEMOA, et il présente assez de graphiques qui illustrent l'atteinte des normes retenues, ou de la plupart d'entre elles. Ce que je voulais dire par rapport à cela, c'est que de façon plus générale, le policy-mix est l'orientation macroéconomique conjointe des politiques budgétaire et monétaire, lesquelles politiques sont supposées poursuivre des objectifs communs. Je crois effectivement que l'hypothèse sous-jacente est que les deux politiques suivent des objectifs de croissance, de stabilité des prix, d'équilibre extérieur et disons de plein emploi. Mais à ce niveau, je crois qu'il y a des risques de divergence entre ces deux politiques. Ces risques résulteraient de la répartition des compétences entre deux niveaux de pouvoir relativement bien distincts dans notre Zone UEMOA. D'un côté, vous avez un pouvoir national et de l'autre un pouvoir régional avec une politique budgétaire, on va dire, décentralisée. Il aurait donc été intéressant que l'on nous dise s'il y a effectivement des risques à ce niveau-là, du point de vue de la distinction nette entre les deux pouvoirs, l'un chargé de la politique monétaire et l'autre de la politique budgétaire. Tout cela s'appuie sur la notion de solde structurel.

Peut-être qu'il aura l'occasion de revenir là-dessus, parce que toute la difficulté réside dans l'estimation ou l'identification du niveau de PIB structurel, dès lors qu'on a le PIB observé, réel ou nominal. Il s'agit de corriger, par des méthodes plus ou moins éprouvées, le solde budgétaire des effets conjoncturels, pour obtenir un solde budgétaire purgé de toutes ses variations liées à une conjoncture qui pourrait disparaître après. Pour agir sur ce solde structurel afin de réduire durablement le besoin de financement des administrations publiques, je crois que l'on a deux possibilités. Le présentateur pourrait nous éclairer un peu davantage là-dessus, mais je crois que l'on peut soit augmenter de façon relativement permanente la composante structurelle des recettes, ce qui peut entraîner un alourdissement de la pression fiscale, soit maintenir une progression des dépenses inférieure au niveau de croissance tendancielle du PIB, ce qui, dans un contexte de pauvreté plus ou moins répandue, peut poser problème.

Concernant les critères de convergence dont il a parlé, tout le monde sait que le critère-clé est le solde budgétaire de base rapporté au PIB. Je voulais, à ce niveau précis que l'on revisite ce critère, au regard du solde structurel et non pas du solde, tel qu'il est calculé à partir du PIB nominal. Je ne reviendrai pas sur les autres critères de premier rang et de second rang dont le non-respect entraîne des mesures correctives ou rectificatives, mais je crois que ce serait important sur le ratio du solde qu'on nous montre, à propos du solde budgétaire, qu'il n'entraîne pas d'effets d'éviction de certaines dépenses, par exemple les dépenses sociales. Dans le contexte actuel de pauvreté, je crois qu'il peut constituer une contrainte assez importante d'observer toutes ces normes de convergence.

Evidemment, comme le souligne l'auteur, il y a plusieurs méthodes de filtre, mais il a porté son choix sur celui du filtre HP pour la détermination du solde structurel ou du PIB structurel. Ce qu'on peut dire par rapport à ce choix, c'est que de façon générale, il dépend de ce que l'on veut en faire. De ce point de vue, je suis parfaitement d'accord avec lui que le filtrage HP est assez bien indiqué dans l'analyse de la dynamique des agrégats monétaires et des soldes budgétaires. Cependant, beaucoup d'auteurs discutent sa pertinence économique par rapport aux autres méthodes et c'est important parce qu'il n'y a pas que l'usage qui compte, il faut aussi regarder les autres critères. D'ailleurs, dans beaucoup de papiers que j'ai lus, la pertinence économique semble privilégiée, bien que la méthode du filtre soit très largement utilisée par les auteurs. Madame la Présidente, je m'arrête là. Merci.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci. C'est parfait du point de vue timing et du contenu. Jean-François BRUN, tu as la parole.

Jean-François BRUN

Nasser, Il faut qu'on te félicite pour la clarté et la qualité du travail que tu nous proposes. Avant de te poser un certain nombre de questions, j'aimerais juste revenir sur certains faits concernant les finances publiques dans les pays au Sud du Sahara et en Zone franc au cours des 15 dernières années. Quels sont les points positifs et quelles sont les menaces qui pèsent sur les finances publiques ?

La première chose, c'est que lorsque l'on analyse les caractéristiques structurelles des pays d'Afrique au Sud du Sahara, on s'aperçoit qu'ils ont des niveaux de paiement acceptables, comparativement aux pays d'Amérique Latine et d'Asie du Sud Est. On est en moyenne autour de 17-20%, ce qui finalement n'est pas si mal que ça, mais on y reviendra parce que ce niveau est peut-être un peu menacé.

Deuxième chose, on l'a évoqué hier, ce sont des pays qui ont réussi « à faire une transition fiscale », c'est-à-dire passer d'une fiscalité qui s'appuie sur des droits de porte à plus de fiscalité intérieure. C'est un élément fondamental, puisqu'on a réduit des impôts qui introduisaient beaucoup de distortions dans le fonctionnement des économies.

La troisième chose qui a été réalisée, notamment avec l'appui des institutions internationales, c'est que la réforme des administrations fiscales a été importante. On peut en citer plusieurs, notamment le fait que dans les DGI d'un grand nombre de pays, on ne raisonne plus en termes de catégories d'impôts, mais plutôt de catégories de contribuables, par exemple des grandes entreprises, des moyennes entreprises, etc. Tout cela fait qu'il y a eu davantage de travail réalisé sur la recette que sur la dépense et que l'on a quand même une évolution satisfaisante, mais qui n'est pas parfaite. Quelles sont donc les menaces qui pèsent sur ces bons résultats en matière de finances publiques ?

Premièrement, cette transition fiscale reste fragile et les pays ne sont pas à l'abri du tout d'un accident en matière de prélèvement global.

La deuxième chose, c'est que de nombreux pays sont engagés dans un processus de décentralisation, souvent incité par un certain nombre de partenaires extérieurs. Mais, la décentralisation reste très faible et représente moins de 1% du PIB. Donc, en terme de niveau, il n'y a pas de danger. Le danger est que l'on va faire peser une charge plus lourde sur ces administrations réformées, en particulier la Direction Générale des Impôts, qui restent très fragiles notamment en terme de ressources humaines, mais aussi en terme de moyens matériels pour effectuer leur travail au quotidien. Le risque de la décentralisation, si l'on n'y prend garde, est d'affaiblir la fiscalité centrale. Cela ne veut pas dire que la décentralisation est une mauvaise chose, mais veut dire simplement qu'il faut faire très attention dans son application.

Le troisième élément qui représente éventuellement une menace, c'est l'aide internationale. Concernant l'impact de l'aide sur les niveaux des recettes et des dépenses, il y a une grande controverse dans la littérature. L'aide doit-elle se substituer aux prélèvements publics ? Au contraire, doit-elle venir en complément ? Sur ces points, les résultats économétriques sont assez mitigés. Dans les derniers travaux que nous avons réalisés avec une bonne « instrumentation », on ne trouve pas d'impact négatif, sauf pour des pays dont la qualité institutionnelle est très faible. Dès que l'on a un certain niveau de qualité institutionnelle, l'impact de l'aide est soit nul, soit positif. Sur les dépenses, on trouve un impact positif, mais ce n'est peut-être pas l'élément le plus important. Là où l'aide a un impact plus important, c'est peut-être sur la composition, notamment celle de la dépense. Elle peut éventuellement amener à modifier considérablement cette composition des dépenses.

Maintenant, j'ai un certain nombre de questions dont la première, personnelle, s'adresse à nos amis de l'UEMOA qui utilisent ce concept de solde budgétaire de base, dont la signification économique est quand même très difficile à trouver. Je suppose que dans ton transparent, celui dans lequel, tu nous indiques que l'on devrait avoir un solde budgétaire excédentaire, tu fais référence à ce solde

budgétaire de base, mais es-tu parvenu à retranscrire cette notion de solde budgétaire de base en un solde budgétaire qui a une nature plus économique et plus facilement interprétable, par exemple un solde conventionnel, etc.

La deuxième question porte sur l'économétrie. Peut-être que tu le fais dans le papier, mais tu auras intérêt à mieux préciser la structure de la matrice de variance co-variance de ton travail. Par exemple, on peut supposer qu'en travaillant sur l'UEMOA, les chocs aléatoires peuvent être communs et relativement corrélés. On peut donc supposer que les chocs à une même date sont corrélés. Concernant le terme d'erreur, d'un point de vue temporel, on peut considérer qu'il est soit indépendant, soit qu'il suit une sorte d'auto-corrélation, mais sous la forme d'un processus stationnaire avec deux possibilités. Soit c'est un processus de type AR et c'est assez facile parce que dans les estimations tu n'as pas besoin d'en préciser plus, il suffit d'introduire quelques retards pour le voir. Si c'est un processus de type moyenne mobile, ce sera un peu compliqué.

La deuxième remarque, c'est que tu fais des estimations en supposant une constance des coefficients pour les pays de l'échantillon. A mon avis, tu pourrais le tester assez facilement et voir peut-être que tu as un coefficient qui est commun à l'ensemble et d'autres qui vont différer entre les pays.

La troisième petite remarque est que tu travailles sur une période quand même assez longue et qui a été marquée par des éléments importants, notamment une dévaluation et la mise en place des critères de convergence. On peut donc se demander s'il n'y a pas de rupture structurelle, c'est-à-dire si le fait de savoir qu'on va mettre en place ces critères, ne va pas influencer sur le comportement des Etats ? Je pense qu'il y a quelque chose à ce niveau.

Enfin, concernant le rôle des institutions, certes tu instrumentes, mais je pense qu'il y aurait un contenu d'informations intéressantes en intégrant mieux la qualité des institutions dans ton raisonnement. J'avais aussi une petite remarque à propos des tests de HANSEN qui montrent que les résultats sont assez faibles et notamment dans les variables exogènes parmi lesquelles tu mets le taux d'inflation, mais on peut s'interroger si le taux d'inflation en est vraiment une. On pourrait se poser des questions sur d'autres, mais là ça saute assez aux yeux.

En conclusion, et ce sera ma conclusion à moi qui n'en est pas une pour ton papier, tu dis qu'un choc de production d'ajustement budgétaire passerait par les dépenses courantes. Est-ce que c'est simplement courantes ?

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci beaucoup Jean-François. Notre orateur et nos commentateurs ont été parfaitement dans les temps, ce qui nous laisse une demi-heure avant la pause café. Est-ce-qu'il y a d'autres commentaires ou questions ? Monsieur NORMANDIN.

Michel NORMANDIN

Je m'excuse, mais je ne connais rien au policy-mix. C'est très intéressant et je me pose certaines questions, notamment sur la première équation. D'abord, est-ce que cette règle est cohérente avec

la contrainte budgétaire inter-temporelle ? Je pense que si on parle de politique fiscale, il faut qu'on sache qu'il y a toute une littérature qui se développe et qui intègre de façon formelle les contraintes budgétaires du Gouvernement, pour déduire des règles de décision.

Le deuxième point, c'est que ces règles sont intéressantes et maniables, mais elles restent toujours un petit peu ad hoc. Pour ce que j'en sais, dans un premier temps on dit que c'est surtout primaire, dans un deuxième temps on va remplacer cette façon ad hoc par les dépenses gouvernementales. J'aurais personnellement tendance à distinguer les dépenses courantes et les dépenses d'investissements qui ont des effets très différents.

Je ne connais vraiment rien sur le policy-mix, mais a priori l'équation 1 est pour moi, une règle des autorités fiscales. Or, en policy-mix, je m'attendais à voir une estimation conjointe des règles des autorités monétaires et des autorités fiscales.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci. Roger, tu as la parole.

Roger NORD

Merci beaucoup.

Je vais me limiter à une observation. C'est une question qui, je pense, va un peu dans la même direction que le commentaire de Jean-François BRUN. C'est la question de l'impact sur le solde primaire. Si je vous ai bien compris, vous avez conclu, à partir de votre travail empirique, qu'il faut que les pays de l'UEMOA produisent des surplus primaires à moyen terme. C'est une conclusion qui me surprenait un peu, car si je regarde les pays de l'UEMOA, il y a en ce moment de grandes différences de stock de dette. Un excédent primaire sert principalement à payer les intérêts sur la dette du passé. Pour la Zone, il y a des pays qui ont déjà bénéficié d'une réduction substantielle de leur stock de dette, sous l'Initiative MDOL, et il y a d'autres qui n'en ont pas encore bénéficié. La différence est très grande. Par exemple, la Côte d'Ivoire, qui n'a pas encore bénéficié de cette réduction, tient toujours un ratio de dette sur le PIB de plus de 100%, en comparaison, par exemple, du Bénin et du Burkina, où ce ratio est maintenant à 20%. Donc, si j'étais dans la position d'un Ministre des Finances au Bénin ou au Burkina, j'en tirerais des conclusions différentes. Je ne dirais pas qu'il me faudrait des excédents primaires.

Tout ceci a un impact sur la question fondamentale de cette session, celle du policy-mix, parce que la question qui se pose, c'est quelles sont les marges de manœuvre disponibles ? Je dirais que les marges de manœuvre disponibles diffèrent de pays à pays. Les pays avec un stock de dette moins élevé ont plus de marges de manœuvre pour répondre à des chocs et la question est très vive aujourd'hui parce qu'il y a des chocs extérieurs. La question qui se pose est de savoir si on peut y répondre avec une politique budgétaire plus expansive ? Je pense que la réponse à cette question diffère de pays à pays. Elle ne va pas être la même dans toute la Zone.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Bien, on continue le petit tour de table. Je ne sais pas si Jean-Paul POLLIN a le droit de parler à vrai dire. Monsieur AGOSSA, de la Commission de l'UEMOA.

Laurent AGOSSA

Merci Madame la Présidente. J'ai juste trois points. Je ne vais pas entrer dans les grands débats ici, mais je voudrais simplement souligner que je ne partage pas entièrement la conclusion du présentateur qui dit que la convergence peine à se faire dans l'UEMOA. De quelle convergence s'agit-il ? C'est de la convergence nominale. Bien sûr, qu'on a soulevé hier et ce matin le problème de la convergence réelle à laquelle d'ailleurs la Commission de l'UEMOA réfléchit intensément actuellement, pour voir dans quelle mesure les différents critères peuvent être revus. La convergence nominale s'améliore quand on regarde bien la situation de départ des pays de l'UEMOA, notamment celle du début des années 90. Je crois donc qu'il y a un effort important qui est fait à ce niveau et qu'il ne faut pas du tout ignorer. Il ne faudrait pas mélanger, en même temps, convergence nominale et convergence réelle, parce que les désordres budgétaires au niveau de nos Etats étaient assez importants.

Maintenant, je voudrais apporter un rectificatif concernant le taux d'endettement. Dans les critères de l'UEMOA, le taux d'endettement prend en compte la dette publique totale, or quand je regarde le graphique de la page 5, vous faites plus allusion à la dette extérieure. Un des commentateurs a parlé de réforme des administrations fiscales et douanières et je lie cela au critère-clé, en référence à ce que le premier commentateur a évoqué, notamment les effets d'éviction sur les dépenses totales. C'est peut-être l'impression qu'on a, mais en réalité il n'y a pas d'effets d'éviction des dépenses totales quand vous regardez bien les différents éléments qui permettent de calculer le solde budgétaire clé. Pourquoi ? Parce que le problème fondamental qui est posé est celui de la mobilisation de recettes fiscales et je crois que c'est le deuxième commentateur qui a parlé de la réforme des administrations fiscales et j'ajouterais « et douanières ». C'est ça le plus important, car nos pays sont vraiment confrontés à un problème de mobilisation des recettes pour pouvoir faire face à leurs besoins de financement sur ressources propres. Quand vous prenez les pays qui font l'effort d'appliquer, un tant soit peu ces réformes, on parvient à des résultats importants avec des taux de pression fiscale très élevés. Vous savez que ce critère constitue aussi un des critères de second rang, mais je n'ai pas vu le présentateur aborder cet aspect qui, pour nous, relève des réformes structurelles qui sont très difficiles à mettre en œuvre au niveau des Etats membres de l'UEMOA. C'est une des difficultés auxquelles la Commission est confrontée pour amener progressivement les Etats à observer une discipline budgétaire encore plus rigoureuse et importante.

Concernant les critères-clés, ça a été dit tout à l'heure, je pense que les huit pays ne bénéficient pas encore tous de l'initiative PPT. Il y en a cinq qui en ont déjà bénéficié et pour lesquels la Commission prend désormais cet élément en compte dans le calcul du solde budgétaire de base. Nous avons donc un solde budgétaire de base corrigé. Voilà Madame la Présidente ce que je voulais dire. Merci bien.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci beaucoup pour ces divers commentaires. Je dirai à propos de la convergence que je rejoins un peu votre point de vue. Quand je vois les estimations, j'ai l'impression quand même qu'il y a un coefficient significatif sur la dette. Il y a une absence de pro-cyclilité de la politique budgétaire discrétionnaire. Les stabilisateurs automatiques sont relativement faibles, mais la politique budgétaire discrétionnaire est relativement forte. On voit dans les chiffres une convergence. Si on estimait la même équation sur l'Union Européenne - je glisse mon commentaire avant que le tour de table n'arrive à Jean-Pierre VIDAL - on n'obtiendrait sans doute pas des résultats aussi forts, en particulier en terme de réaction au cycle, mais aussi à la dette. Ma question est donc quelle est la part des critères de convergence du Pacte ? Est-ce qu'on est capable de dire si le Pacte a changé quelque chose ? Ou bien, est-ce au contraire une sorte de couronnement d'une stratégie de convergence qui avait commencé bien avant ? Est-ce qu'on peut estimer ce même type d'équation sur d'autres zones, notamment l'Union Européenne qui peut fournir un benchmark, ou la CEMAC où il n'y a pas ce type d'initiative en terme de convergence macroéconomique, ce qui serait intéressant pour dégager la valeur de la coordination macroéconomique au sein de l'UEMOA. Je continue le tour de table avec Hubert, mais Jean-Paul peut quand même parler.

Jean Paul POLLIN

Alors si tu m'y autorises, juste deux remarques. La première c'est qu'en fait quand on parle de règles, il y a les règles objectives, empiriques, et les règles normatives. Et là, ce que Nasser a fait est un travail sur les règles empiriques. Il pourrait faire un travail, sur quelle est la meilleure règle budgétaire pour stabiliser l'économie ?

Au fond, la méthode qu'on emploierait serait assez semblable à celle que l'on emploie pour les règles monétaires.

Après ça, il existe la question de savoir comment coordonner les règles monétaires avec une règle fiscale, en particulier dans le cadre d'une union monétaire où il y a une règle monétaire qui est définie pour l'ensemble de la Zone, alors que les règles budgétaires peuvent être différentes selon les pays. Concernant cette règle fiscale au passage, ce serait quand même plus astucieux de dire tout le monde soit en dessous d'un seuil, 3% par exemple, et avoir une fonction de réaction de la politique budgétaire qui constituerait une référence. Je crois qu'une telle règle serait intéressante pour résoudre les problèmes d'asymétrie. Pas uniquement les problèmes d'asymétrie des chocs, mais aussi les asymétries des réactions dans les différents pays de la Zone, puisqu'on voit bien que s'il y a une asymétrie, la politique monétaire risque d'être contrainte par le fait qu'elle doit normalement prendre en considération l'ensemble de la dispersion des situations. Si c'est vrai, alors de bonnes règles budgétaires sur l'ensemble des pays devraient permettre à la politique monétaire d'être plus libre de mener sa politique, étant entendu qu'une partie de la stabilisation, donc une partie de la dispersion des situations, serait réglée normalement par la règle fiscale. En tout cas, cette question de coordination des politiques monétaires et des politiques budgétaires est une question importante sur laquelle les travaux doivent être compliqués, puisque je ne connais pas beaucoup de littérature sur ce point.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci Jean-Paul. Hubert !

Hubert KEMPF

Juste une courte intervention pour poser la question de la dominance fiscale qui me semble un point sensible dans ce qui est pudiquement appelé policy-mix et savoir comment il aurait été possible de le repérer dans vos exercices économétriques.

Mama OUATTARA

Merci Madame. Je pensais que dans le cas d'espèce, l'auteur essayait de voir comment les instruments sont utilisés pour atteindre des cibles. Dans cette optique, et de mon point de vue, les instruments devraient être exogènes. Or, j'ai l'impression que l'auteur les endogénéise, c'est-à-dire que tout se passe comme si on va à rebours. Normalement, on observe un choc, et on cherche les instruments pour, soit stabiliser, soit réduire l'effet du choc. J'ai comme l'impression de ne pas avoir exactement la même compréhension que l'auteur, de ce que doit être un instrument à savoir, une variable qu'on contrôle et qu'on manipule pour atteindre des cibles. C'est une approche un peu inverse qu'adopte l'auteur et que je voudrais qu'il nous explique un peu.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci. Nous avons une bonne brassée de questions. Je propose donc que Nasser réponde en premier. Les deux commentateurs pourront éventuellement compléter.

Nasser Ary TANIMOUNE

Merci bien pour toutes ces questions. Je commencerais par dire que je souscris totalement à l'intervention de Monsieur POLLIN. Là, je me retourne vers les banquiers centraux pour dire que l'on aura beaucoup besoin de vous pour disposer de bases de données. Merci également pour la précision que vous faites, car ce qui a été présenté ici est effectivement ce qu'on appelle des règles empiriques plutôt que des règles normatives. J'aurais dû faire la distinction dès le début, ce qui aurait peut-être évité certaines questions.

Maintenant, je vais répondre aux différentes questions de façon transversale.

La première porte sur les risques de divergence des politiques. Bien entendu, il est certain, que la coordination des politiques budgétaires répond quelque part à la théorie des jeux. Les pays devraient, de façon optimale, se coordonner sinon les situations seraient sous-optimales. Le risque existe et c'est d'ailleurs pourquoi je parlais de crédibilité.

Monsieur le Représentant de l'UEMOA m'excusera, mais je crois que l'un des problèmes du Pacte de Convergence, c'est celui de la crédibilité, l'un des sujets que nous avons traité dans l'article avec Patrick PLANE du CERDI, dont je faisais référence. Les horizons où devait se faire ou s'apprécier la convergence et passer en phase de stabilité sont régulièrement reportés, parce que les pays ne respectent pas le critère-clé. A ce que je sache, le premier report de 2002, si je m'en souviens, devait consacrer la phase de convergence en 2005, puis en 2008.

Concernant le solde structurel et la façon d'atteindre l'objectif, il faut dire que c'est là l'une des particularités de ce genre d'exercice. Dans le Pacte de Convergence, la notion de solde structurel n'est apparue qu'avec la réforme de 2002. C'était comme si on ne tenait pas compte dans la première mouture des fluctuations économiques.

Je suis tout à fait d'accord avec Monsieur NORD quand il dit qu'a priori ça n'aurait pas beaucoup de sens d'avoir un solde primaire positif, parce que de toute façon si on prenait les effets différenciés par pays, vraisemblablement ce serait différent. Toutefois, je rappelle qu'il s'agit là de niveau moyen et ce qu'il faudrait, Monsieur le Directeur de la Recherche, c'est avoir d'autres données désagrégées par pays, de façon à voir comment ça se présente à l'échelle nationale.

Concernant les filtres HP, si je voulais évacuer la question d'un revers de la main, je dirais que vous avez raison, sauf qu'aujourd'hui on ne connaît pas de technique qui ne soit pas discutable. Dans le papier fait avec deux collègues du CERDI, Patrick PLANE et Jean-Louis COMBES, à paraître dans la revue *Economie et Prévision*, on a été confronté à cette difficulté et on s'est rendu compte que le filtre HP est de toute façon celui qui pose le moins de problème technique. Pour s'en assurer, on a pris différentes valeurs de lissage, 30, 100, 400 et 500. D'ailleurs, nous avons pris 500, parce que le rapporteur de l'article disait que peut-être ça marche avec 400, mais ça ne marcherait pas avec 500. On a essayé avec 500, et les résultats étaient robustes. C'est donc pour ça qu'on s'autorise à l'utiliser.

A propos de la variable « l'aide publique », je dis à Jean-François qu'il a tout à fait raison. Le problème que l'aide nous causait déjà dans le premier papier, c'est qu'on se rend compte que toutes nos variables d'aide apparaissaient avec un coefficient non-significatif. C'était vraiment un problème, parce qu'a priori on aurait pu penser que ça allait marcher. Malheureusement, ça n'a pas marché et il faut trouver la raison ailleurs.

Pour ce qui est du solde budgétaire primaire, je dirais aussi que tu as raison, mais là je me retourne vers le Représentant de l'UEMOA pour dire que je n'en suis pas responsable. L'UEMOA a décidé librement, et sans une véritable justification, de privilégier ce solde. On a cherché dans les documents officiels quelles étaient les justifications économiques de l'utilisation du solde budgétaire primaire de base plutôt que du solde global. Les seules explications qu'on a trouvées dans les documents officiels, étaient que le solde primaire de base était beaucoup plus contraignant. Ce faisant, les pays pourraient s'ajuster davantage.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Je serai obligée de donner un droit de réponse à l'UEMOA pour confirmer ou infirmer ce point.

Nasser Ary TANIMOUNE

Nous pensons que l'UEMOA s'est tout simplement imposée une contrainte qui nous est incompréhensible. En faisant le papier, nous avons essayé de trouver la justification théorique du passage du solde global au solde primaire, en termes d'équilibre budgétaire. On s'est cassé la tête là-dessus. Maintenant que tu le dis, ça me donne l'idée de faire des estimations avec une règle empirique en utilisant le solde global et voir s'il y a une différence significative entre les résultats de ces deux types de solde budgétaire.

Au niveau des détails techniques des estimations, je partage les remarques portant sur la matrice de co-variance. C'est un peu technique, donc je n'en développerai pas davantage. Je vais voir tout cela, notamment si on peut avoir des coefficients différenciés par pays. En revanche, concernant les ruptures structurelles, il faut dire qu'en prenant une variable indicatrice muette, par exemple le changement intervenant depuis le Pacte de Convergence, les résultats de l'équation ne changent pas significativement. D'ailleurs, c'est le cas avec les valeurs instrumentales.

Pourquoi ai-je gardé les résultats avec un test de HANSEN qui dans certains cas, paraît non-significatif ? Il faut tout simplement prendre les variables instrumentales comme de l'information qui permet de comprendre l'output gap. On prend tout simplement des variables qui, de notre point de vue, sont parlantes. Par exemple, on aurait pu prendre le taux de pression fiscale en même temps qu'un des critères de second rang, par exemple la masse monétaire sur les recettes fiscales. Les nouvelles estimations corrigent ces insuffisances.

Pour répondre à Monsieur NORMANDIN, je dirai qu'il a raison, mais le but était de présenter quelques résultats empiriques relatifs aux mécanismes budgétaires. Pour moi, pour entreprendre un bon policy-mix, il faut déjà comprendre quels sont les effets de la politique budgétaire d'autant que dans l'UEMOA il y a une longue tradition de gestion de politique monétaire. Je m'appuie à ce niveau sur un proverbe qui nous dit « avant de m'envoyer en haute mer apprends-moi à traverser la rivière en pirogue ». Pour le reste des questions, on pourra en rediscuter. Merci Madame la Présidente.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Donnons la parole à l'UEMOA avant de traverser la salle rapidement en pirogue parce qu'il y avait une question au fond. On clôturera la session après.

Laurent AGOSSA

Merci Madame la Présidente.

D'abord, je pense qu'il ne faut pas confondre le solde budgétaire de base et le solde primaire de base, tel que c'est calculé au niveau du Fonds Monétaire International. Ce n'est pas ce que nous calculons. Il s'agit ici du solde budgétaire de base qui est un ratio des recettes budgétaires totales hors dons, moins les dépenses de base, c'est-à-dire les dépenses courantes plus les dépenses d'investissement sur ressources propres, le tout rapporté au PIB. Donc, il ne faut pas le confondre avec le solde primaire, tel qu'il est calculé de l'autre côté.

Concernant la documentation, je ne sais pas où est-ce que vous avez cherché les documents sur la justification du choix du critère-clé, mais nous avons les documents de travail au niveau de la Commission. On ne les a pas publiés sur notre site, mais ces documents de référence existent bien au niveau de la Commission de l'UEMOA.

Deuxième élément, je pense que je ne l'ai pas dit tout à l'heure, mais depuis trois ans, la Commission est en train de réfléchir sur les soldes budgétaires structurels. Il s'agit de voir comment prendre en compte cet aspect dans le calcul du solde budgétaire de base. Les travaux sont en cours et il faut dire que ce n'est pas très facile au regard de l'ensemble des problèmes qu'il faut gérer pour y parvenir.

En réponse à la troisième question, je dis qu'il faut être précis avec les concepts. Vous avez dit tout à l'heure que la convergence peine à se faire, et je dis non. La convergence nominale se passe quand même bien. Il suffit pour s'en rendre compte de regarder ce qui se passait il y a 10 à 15 ans en arrière, et ce n'est pas la Banque Centrale qui démentira parce que c'est elle qui avait à l'époque la responsabilité de gérer ce désordre budgétaire important de nos Etats. Aujourd'hui, on observe une certaine discipline budgétaire qui commence à prendre le pas sur ce désordre des années 80.

Pour finir, Madame la Présidente, ce n'est pas parce qu'on a fait le débat en 2002, et plus encore en 2005, et qu'il y a eu des reports de l'horizon de convergence qu'il se pose un problème de crédibilité. Si on raisonne de cette manière, on fausse tout le débat sur la convergence. Pourquoi ? Trois ans, trois années simplement pour permettre aux Etats de l'UEMOA de converger, de passer à l'étape de la stabilité et de la croissance, nous pensons à la Commission que ce délai de convergence est très court et précipité, au regard du passé budgétaire de nos Etats et des problèmes importants à résoudre. J'ai parlé par exemple tantôt des réformes structurelles importantes à mettre en œuvre et qui tardent à venir. Dans ces conditions, on est obligé de reporter, mais on ne peut pas dire que ça porte atteinte à la crédibilité. C'est un point de vue qui ne reflète pas vraiment la réalité, parce qu'on voit bien qu'il reste beaucoup à faire.

Nous avons réalisé une petite étude sur les conditions de convergence effective en 2008, mais on ne peut même pas retenir le véritable horizon qui en est ressorti. On ne peut non plus pas retenir encore trois ans pour dire plus tard qu'on reporte. Il faut voir les conditions de chaque pays avant de dire quel est véritablement l'horizon de convergence. Est-ce 2018, 2015 ou 2020 ? Le problème se pose en ces termes.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Je vais vous demander de conclure votre intervention parce qu'il y a d'autres questions, et il faut faire vite.

Laurent AGOSSA

Je conclus sur ce problème de crédibilité. Il faut voir quelle est la situation initiale de nos économies et où l'on va, pour trouver le véritable horizon de convergence, parce que je ne pense pas que trois

années soient assez suffisantes pour que nos économies convergent, tel qu'on le pensait. Il y a des gens qui pensent que l'on va converger dans trois ans, alors qu'il y a des réformes importantes qu'il faut mettre en œuvre de manière profonde et douloureuse avant qu'on ne prétende arriver au point de convergence des économies. Merci Madame la Présidente.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci. Excusez-moi de vous avoir pressé, mais on a aussi des défis de crédibilité sur la session. Dernière question et puis je donnerai le mot de la fin à Nasser.

Aimé Dominique BIDA-KOLIKA

Merci beaucoup Madame la Présidente. Je travaille dans le cadre de la convergence, mais du côté de la CEMAC. Lorsqu'on parle de policy-mix, il s'agit de faire en sorte que la politique monétaire et la politique budgétaire marchent main dans la main. Et à ce titre, nous avons eu des contacts dans le cadre des réunions de la Zone franc avec la Commission de l'UEMOA, la BCEAO, etc. Ça m'amène à poser une question et également à faire un commentaire.

En ce qui concerne la question, si je prends le cas des pays d'Afrique Centrale et si je m'en tiens aux critères qui sont actuellement en vigueur, particulièrement celui du solde de base, la plupart des pays, hormis les pays non pétroliers, la RCA dont on a parlé ce matin, respectent déjà l'ensemble des critères budgétaires. Alors, ma question est de savoir si dans ce contexte, Monsieur TANIMOUNE peut nous suggérer un indicateur pour rendre plus contraignant cette convergence. L'une des suggestions, notamment celle faite par les collègues du FMI, c'est de ne plus considérer le solde budgétaire de base global, mais de calculer plutôt un solde budgétaire non pétrolier, c'est-à-dire en excluant les ressources pétrolières du calcul pour rendre cela plus contraignant. Est-ce que ça tient la route ?

Maintenant, en ce qui concerne le commentaire, il porte sur le caractère économique du solde qui a été arrêté. Je crois qu'il est important de garder à l'esprit que la surveillance multilatérale, qui a commencé avec la convergence, était un processus. Je suis d'accord avec le Représentant de la Commission pour dire que beaucoup de progrès a été réalisé. Si je prends le cas des pays d'Afrique Centrale, à la veille de la dévaluation en 1993, le solde global de la sous-région, au niveau budgétaire, était négatif de 10%. Je ne vais pas céder à la facilité et dire qu'aujourd'hui nous sommes à plus 10%, ce qui est vrai, mais prenons la période juste avant l'explosion pétrolière qui nous situe autour de 2003 et on verra que les pays étaient déjà excédentaires. Nous pensons que l'une des raisons pour lesquelles ces progrès ont été réalisés, hormis l'évolution de la conjoncture internationale, la mise en place des programmes d'ajustement, etc. c'est l'effectivité de la surveillance multilatérale. Beaucoup reste à faire, mais il y a quand même des progrès qui ont été réalisés et c'est dans ce contexte-là qu'il faut situer l'évolution des critères de la surveillance multilatérale.

En ce qui concerne le caractère économique du solde de base qui ne semble pas apparaître clairement, celui-ci a remplacé le solde primaire dont le mode de calcul a été donné, et il sert à

mesurer l'effort effectif déployé par chaque pays au plan budgétaire. Puisque nous savons qu'en matière de surveillance multilatérale il y a des sanctions, il fallait donc mettre tout le monde sur le même pied d'égalité. Le solde de base est le solde budgétaire obtenu en excluant toutes les dépenses financées sur ressources extérieures, ainsi que les dépenses en capital financées sur ressources internes. C'est donc important de le prendre en compte de cette manière-là, de sorte que les dépenses d'équipement d'un pays qui sont faites par des financements extérieurs, qui ne sont pas nécessairement maîtrisés par l'ensemble des autres pays, donc qui ne peuvent pas donner lieu à une comparaison homogène et équitable, soient exclues. Voilà les clarifications que je voulais donner, Madame la Présidente.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Merci pour cet éclairage de la CEMAC. Nasser.

Nasser Ary TANIMOUNE

Merci. Franchement je ne m'attendais pas forcément à ce que l'on dise que tout était juste et que l'UEMOA m'applaudisse. Des progrès ont été accomplis en matière de convergence et c'est ce qui apparaît dans ce graphique qui montre que la situation n'est plus très dispersée. En effet, il y a eu des améliorations, notamment le fameux segment de convergence s'est réduit. Tant mieux ! Je suis tout à fait d'accord. Cependant, en matière de crédibilité, c'est le débat d'hier sur lequel on ne va pas revenir, si les choses ne peuvent pas se faire, il faut éviter de les annoncer. Mais, je ne suis pas administratif et je ne sais pas comment ça marche. C'est tout ce que je voulais dire. Merci.

Agnès BENASSY-QUERE

Présidente de séance

Je crois qu'on a vu, lors de cette session, qu'il y a beaucoup de choses communes entre la politique budgétaire et la politique monétaire. On retrouve les mêmes problèmes de définition de la crédibilité et les mêmes problèmes de définition de la cible.

Merci beaucoup à notre intervenant Nasser et à nos deux commentateurs. Merci à tous les participants. Je crois qu'il y a un café qui nous attend à l'extérieur.

**PANEL DE CLOTURE : QUELLES OPTIONS
STRATEGIQUES POUR UNE POLITIQUE
MONETAIRE EFFICACE DANS L'UEMOA ?**

Ismâïla DEM

Nous allons commencer le panel final qui conclut les deux journées de notre Colloque. Le panel sera présidé par le Professeur AMOUSSOUGA, de l'Université d'Abomey Calavi. Les participants à ce panel, au nombre de six, nous livreront leurs conclusions finales et nous diront quelles sont, selon eux, les options stratégiques pour la conduite d'une politique monétaire efficace dans l'UEMOA, dans le contexte d'une maîtrise de l'inflation.

Les panélistes sont : le Docteur Ernest ADDISON, Directeur de la Recherche de la Banque du Ghana, Monsieur Roger NORD, Sous-directeur du département Afrique du FMI, Monsieur Jean-Pierre PATAT, Directeur Général Honoraire de la Banque de France, le Professeur Christian de BOISSIEU, Président du Conseil d'analyse économique auprès du Premier Ministre de la République Française, le Professeur Edward BUFFIE, de l'Université d'Indiana et Monsieur Jean-Pierre VIDAL, de la BCE.

Professeur AMOUSSOUGA, vous avez la parole.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Merci beaucoup. Monsieur le Gouverneur, nous sommes très heureux de vous revoir. Avec votre permission, nous allons commencer le panel. La méthodologie que nous retenons est la suivante : chacun des six panélistes disposera de cinq minutes au plus pour son message. Ensuite, nous allons dégager les problèmes les plus essentiels sur lesquels nous allons organiser les échanges avec les participants. Je donnerai la parole de la gauche vers la droite, en commençant par le Professeur Edward BUFFIE.

Edward BUFFIE

Thanks for letting me start. I anticipate that I can steal some time from the other participants since I come first. Five minutes is kind of a tight constraint. I will concentrate my remarks on what was discussed the first day, the way you evaluate the different trade offs that are connected with alternative monetary policy frameworks for less developed countries. When you do this, I think you are quickly running into a tension. What struck me the most is that you are quickly running into a tension between policy credibility and policy flexibility. And the tension arises because LDC's and emerging market economies need lots of both. The easiest way to secure credibility is just for the central bank to be independant, accountable and to commit to strict inflation targeting, to just target inflation and ignore out everything else. But strict inflation targeting limits policy flexibility. LDC's, and this is something that has been emphasized a lot the last two days, go through a lot of shocks, more shocks than developed countries, and they need the flexibility to choose the optimal fiscal monetary adjustment to handle different shocks on the case by case basis. Because of the flexibility however, there is a need for transparency that makes it more difficult to achieve credibility. So as I was thinking about this from a model building stand point, which is what I do with most of my time, it seems to me that if you go beyond the generalities, if we're going to come to grips with this issue, it would be nice if we could have an analysis of the following scenario. So here is the scenario I had in mind. Let's suppose, although this doesn't happen very often, that food and oil prices suddenly

increase to 300% in just one year, and this increases inflation at the same time, that blows a hole in the fiscal deficit. In scenario number one, the central bank operates an inflation targeting framework. The monetary tightening that is required by that framework puts the inflation back to its original level within two years. But the monetary tightening also forces the fiscal authorities to make larger expenditure cuts than they would otherwise have to. So the policy is credible, because the central bank has made its commitment and the public believes in it, but it may very well lead to a longer and deeper recession than otherwise, especially if a significant part of the expenditure adjustment occurs toward cuts in infrastructure adjustment. Now the second scenario, policy makers again commit to bring inflation back to its original level, but they can choose the combination of fiscal and monetary adjustment, they are not tight to an IT framework. Having more policy flexibility is good. You can't do worse with a larger choice set. The potential drawback is that since the policy package is transparent, for a while it may not be fully credible. For a while the public may fear less that the economy is heading back towards an equilibrium with greater monetisation of fiscal deficit and higher inflation. Question for everybody, I doubt that you know the answer yet, which scenario delivers the best outcome ? It will depend on a lot of factors : the degree the fiscal flexibility, the structure of financial markets, which affects how much the central bank has to jack up interest rates and the ITs scenario, and depends of course on the amount of credibility sacrifice in the flexible policies scenario. But if we undertook an exercise of this sort, I think we would learn a lot about what the cost is of purchasing more credibility through an IT. Have I used up my five minutes ?

I'll just say one thing, given the limitation of time, just one more thing that struck me strongly, especially after having a lunch conversation with Ernest ADDISON. I think that given the weakness of the direct interest channel in less developed countries, there is a very strong case for setting up a hybrid regime when the government manipulates both the interest rate and the exchange rate through foreign exchange sales, to achieve its inflation and output targets. Given the weakness of the interest rate channel, it's very hard to believe that the interest rate alone can take on the task of the big adverse shocks that LDC's encounter from time to time. Thank you.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Merci beaucoup. Roger tu as la parole.

Roger NORD

Merci beaucoup Monsieur le Président. Je vais me limiter, dans cette intervention, à essayer de répondre à la question fondamentale pour la BCEAO, à savoir quels sont les grands défis pour l'UEMOA et la BCEAO, en particulier dans la conjoncture actuelle, à la lumière des débats que nous avons eus pendant ces deux journées ? Le grand défi, ici en Afrique comme ailleurs, c'est de rechercher la croissance, une croissance qui, dans la Zone UEMOA a été moindre que dans le reste de l'Afrique subsaharienne. Il y a donc un grand besoin de rechercher des niveaux de croissance plus élevés, pour réduire la pauvreté et faire face à tous les besoins des pays de la Zone, en particulier les besoins sociaux. Dans ce contexte, il est aussi urgent, aujourd'hui, de faire face à la hausse des prix du pétrole et des prix des produits alimentaires qui exercent des pressions fortes sur le cadre macroéconomique et la stabilité macroéconomique.

Alors, que faire dans un tel contexte ? On pourrait le dire, beaucoup l'ont dit au cours de ces deux dernières journées et je suis sûr que mes collègues du FMI ont dit la même chose, il faut se focaliser sur des réformes structurelles, améliorer l'environnement des investissements pour le secteur privé. Evidemment, tout cela est à faire à moyen terme. C'est vrai ici comme ailleurs, mais il y a aussi un contexte macroéconomique à court terme. Je crois que le débat d'aujourd'hui sur la politique budgétaire est très important.

Je crois qu'il faut garder cette flexibilité budgétaire en tête pour répondre à des chocs, parce qu'il faut que nous soyons très clairs : un choc va mener à un ajustement. Si vous ne voulez pas que cet ajustement se fasse sur le dos du secteur privé, il faudra bien que le secteur public s'ajuste lui-même ou facilite l'ajustement du secteur privé. Il y a donc un grand rôle de la politique budgétaire dans ce contexte et il ne faut pas l'oublier.

Alors, quelles sont les grandes priorités pour l'UEMOA ? Je prends comme point de départ celles de la BCEAO. Nous l'avons entendu aujourd'hui et hier, il faut prendre l'union monétaire comme une donnée. L'union monétaire est une réalité et il faut essayer de penser à des réponses dans ce contexte. Je dirais qu'il y a quatre priorités.

Premièrement, il faut renforcer la capacité de la BCEAO à gérer la liquidité. Nous avons parlé de la surliquidité, une situation qui a persisté. Il faut développer la capacité à faire face à cette liquidité, afin qu'elle ne soit pas finalement néfaste pour la stabilité.

Deuxième priorité, nous en avons aussi parlé aujourd'hui et hier, il faut approfondir le développement du marché interbancaire régional. Il pourra jouer un grand rôle pour faciliter la réponse à des chocs asymétriques et autres.

Par ailleurs, il faut renforcer le respect des normes prudentielles. La BCEAO le sait très bien, la situation des banques est fragile dans certains pays, et il peut être important, encore une fois, pour faire face à des chocs et pour s'assurer que le développement du secteur financier contribue à la croissance, de s'assurer que la stabilité financière n'est pas menacée.

Enfin, d'après mon expérience, il est urgent de réduire, voire d'éliminer le rôle du secteur public dans le secteur bancaire. Je connais peu d'exemples dans le monde d'un développement du secteur financier bancaire où le secteur public continue à jouer un grand rôle. On a parlé ce matin de la concurrence, et je peux vous donner l'exemple de la Tanzanie. Il y a 15 ans, il y avait deux grandes banques en Tanzanie, toutes les deux des banques d'Etat. Notre travail, du côté du FMI, portait essentiellement sur le problème des créances en souffrance qui représentaient entre 60 et 70% du portefeuille. C'était la seule question. Aujourd'hui, il y a 33 banques, toutes privées, et l'approfondissement du secteur financier de ces dernières 10-15 ans a été très important. Elles jouent un rôle beaucoup plus grand dans l'économie aujourd'hui qu'il y a 15 ans. C'est certes une anecdote, mais une anecdote avec des leçons importantes. Je vais m'en tenir à cela, tout en espérant avoir donné quelques impulsions à la réflexion.

Je profite aussi de l'occasion pour remercier la BCEAO d'avoir invité le FMI à participer à ce Colloque. J'ai beaucoup appris et je reviendrai avec plaisir.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Merci Beaucoup Roger. Christian, tu as la parole.

Christian de BOISSIEU

Moi aussi, je reviendrai avec plaisir si on m'invite. Merci de l'invitation.

Je reprends certains points de Roger. Il y a une certaine convergence ex-ante, peut être ex-post parce que chacun a préparé ses notes de son côté. Je vais vous dire ce que j'ai retenu, en cinq points rapides, de ces deux jours. Ce que je vais dire concerne la Zone, mais il nous concerne nous aussi au Nord, parce que nous sommes dans le même bateau, même si nous sommes à des stades de développement différents, y compris du côté des politiques monétaires.

La première leçon que j'ai retenue du débat est le rôle central de la politique monétaire et en même temps le danger de trop demander aux politiques monétaires. La situation que nous vivons est très différente de celle des années 70, mais elle peut y ressembler, en ce sens que dans les années 70, on avait trop demandé aux politiques monétaires pour des raisons qu'on connaît bien. Je dirais que les politiques monétaires avaient porté 90% du poids de la désinflation au début des années 80, après le deuxième choc pétrolier. Et là, il me semble que le danger serait de partir de la difficile réforme de l'Etat, plus précisément de la difficile réforme des finances publiques, dont on a parlé cet après-midi, et de dire que l'on n'arrivera pas à corriger à court terme le taux d'élasticité de l'offre et de la demande de pétrole par rapport au prix. Je maintiens que le rôle de la politique monétaire n'est pas de compenser la relative élasticité de l'offre et de la demande de pétrole par rapport au prix. Il faut donc faire attention à ce qu'on ne demande pas trop aux politiques monétaires dans un contexte difficile, parce qu'il y a un risque de surréaction des politiques monétaires. Cela implique ce que disait Roger, mais aussi Edward, il faut mettre le paquet, même si on en parle c'est difficile à faire, sur plus de flexibilité budgétaire, la réforme des Etats ou des secteurs publics, bref sur tout ce qui peut alléger tout ce qui pèse sur les politiques monétaires.

La deuxième remarque, sur laquelle je vais être plus court, rejoint tout à fait ce qu'a dit Roger sur la stabilité monétaire. On a parlé d'instabilité financière et on est confronté au fait que les politiques monétaires, y compris dans cette zone, doivent concilier au moins deux objectifs : la stabilité monétaire et la stabilité financière avec certainement, Jean-Paul l'a dit hier, un problème de sous-détermination ou un problème d'instruments. Je rejoins ce qui a été dit sur l'importance du contrôle prudentiel et j'ajoute un point dont on n'a pas vraiment parlé, parce que ce n'était pas au cœur du sujet, mais il en est la toile de fond, c'est que cette crise financière non achevée va dégager pour nous tous, au Nord comme au Sud, un certain nombre de leçons ou de recommandations du point de vue de la régulation de nos systèmes bancaires et financiers. Dans ces débats, la question est de savoir s'il faut mettre des ratios de liquidité pour les banques et des codes de conduite vis-à-vis des fonds souverains ? On a parlé ce matin des fonds souverains, mais on n'a pas parlé des codes de conduite, ce n'était pas le sujet. Je souhaite que vous soyez totalement dans les débats internationaux, bien au-delà du G7, dans le cadre du FMI et ailleurs sur quelle leçon va-t-on tirer de cette crise financière non achevée pour le pilotage d'un système.

Troisième remarque, à propos du « inflation targeting » dont parlait Edward, j'ai tiré la leçon qu'il faut du pragmatisme. Le pragmatisme au sommet, d'une certaine façon c'est la Réserve Fédérale qui ne fait plus de targeting du tout, ni sur l'inflation officiellement ni sur les agrégats monétaires ou de crédit, mais elle peut se le permettre, elle a un "track record", elle a sa crédibilité propre. Je pense qu'il faut dans la Zone, aller vers la tendance à l'inflation targeting, même s'il faut poser le problème de la compatibilité avec la contrainte de taux de change fixe. On a beaucoup distingué le targeting et la surveillance et c'est revenu plusieurs fois, mais je crois qu'il est très important de savoir sur quoi on s'engage publiquement et ce qu'on surveille en le disant ou sans le dire. Le pragmatisme est très important pour toute banque centrale.

Quatrième remarque : j'ai retenu du débat d'hier après-midi, qu'il faut plus et mieux de « accountability » et de responsabilité des banques centrales, y compris celle-ci. Je ne suis pas en train de faire la leçon. Je dirais la même chose pour la BCE, parce que je pense que dans ce contexte où les politiques monétaires vont jouer forcément un rôle central face aux chocs qu'on a évoqués, et peut être excessif à mes yeux, la demande de responsabilité et de transparence va être croissante. Cela a été dit à plusieurs reprises hier, il me semble que pour une fois, il n'y a pas de "trade-off". Il y a convergence et compatibilité entre la recherche d'efficacité de la politique monétaire et l'exigence démocratique. Pour une fois, ça converge et profitons-en.

Cinquième et dernier point, il me semble que pour nous tous, au Nord comme au Sud, le conseil qu'il faut donner, ça a été évoqué cet après-midi à plusieurs reprises, c'est que malgré les chocs, malgré les crises ou à cause des crises, peut-être à cause des crises, il faut accélérer un certain nombre de réformes de structures, en particulier celles qui concernent le système bancaire et financier. Il faut faire tout ce qui a été évoqué sur le marché interbancaire, la consolidation des banques et du système bancaire et faciliter l'émergence des marchés financiers. Tout cela me paraît très important et il ne faudrait surtout pas tirer prétexte ou argument des difficultés du court terme pour dire que ce n'est pas grave de ne pas le faire aujourd'hui, on le fera après-demain. Je pense que c'est maintenant qu'il faut accélérer la cadence. Merci de votre attention.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Merci. Ernest, tu as la parole.

Ernest ADDISON

Thank you very much, Mister Chairman. I think we started this two days meeting trying to discuss how central banks achieve price stability. One can conclude that the UEMOA has fairly been successful. If I heard the discussion this morning, we've seen very low rates of inflation, we are looking at an inflation target of around 3 %, which is about the sort of inflation rate you see in European countries. So judging by the outcome, one can see that, whatever framework is in place has been successful in achieving some level of price stability. I think that the issue of the monetary policy framework has to do with the output sacrifice which is embodied in the framework. In particular, you are looking at the monetary policy framework which cannot be independent of the monetary policy of the

anchor currency, and we are looking at European Union monetary policy in that sense. And this to me is where the work lies in terms of future weight in trying to devise a framework that would be able to deliver price stability at least cost to output.

And I tried in my presentation yesterday to show that in the case of Ghana we are implementing an inflation targeting framework which is doing exactly that, just through strengthening expectations on inflation. And we showed that in the case of Ghana we've been able to reduce inflation significantly, at the same time we have seen very robust growth in the economic activity. And this is where I think the issues lie. The second issue has to do with the lack of financial deepening. I heard in a presentation this morning about the fact that we still have low price inflation but there is not much financial deepening. The presenter talked about Botswana but I can tell you that Ghana has had a similar experience. I think my colleague Mister NORD also mentioned Tanzania and Uganda that are experiencing significant improvements in financial deepening. May be we need to look at the dynamics of the current low inflation regime in the UEMOA Zone. We also have to look at the competitiveness framework. How liberal is the market ? How liberal are your banking policies in allowing you entry and exit into that market ? In Ghana we have liberalized the entry into the market, and we have seen a lot of competition. New banks are being licensed, banks trying to open out branches, banks trying to attract customers. There was a time when banks would not take customers without a minimum deposit of a million cedis sometime ago. Now banks are asking for customers to come without any money at all called zero balance accounts. So competition can drive financial deepening and I think that the evidence is there for us to learn from. So mister chairman I think I will stop with these two points, particularly recommending a relook at the policy framework and then looking at the competitiveness of the banking sector. Thank you.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Merci Ernest. Jean-Pierre PATAT, tu as la parole.

Jean-Pierre PATAT

Merci Monsieur le Président. Je voudrais discuter de trois options stratégiques indispensables. L'une, d'ailleurs, n'est pas vraiment une option mais on ne peut pas éviter d'en parler. Il s'agit du régime de change. Monsieur le Gouverneur a dit que c'était un cadre incontournable sur lequel on ne devait pas revenir. Je pense que dans les circonstances actuelles, de hausse continue du prix des matières premières, qui risquent de se prolonger pendant plusieurs années, c'est une option particulièrement raisonnable dans une Zone qui est plutôt acheteuse de grandes matières premières, en particulier de pétrole. De ce point de vue, je pense effectivement que c'est un cadre sur lequel on ne peut pas revenir. Bien entendu, comme tous les médicaments, il a ses effets secondaires qui peuvent être nocifs. En particulier, certaines filières de production peuvent en souffrir. Cependant, je me réfère à une étude que j'ai lue dans un bulletin du FMI sur la filière coton au Burkina, dont on a beaucoup parlé justement car elle peut être très affectée par les évolutions du change. Eh bien, il apparaît que cette filière a remarquablement bien réussi à s'adapter et a accru ses parts de marché mondial d'une manière spectaculaire. En tout état de cause d'ailleurs, je pense que ce genre de filière

souffre peut-être moins du régime de change que des subventions à la production que les pays industrialisés consentent à leurs producteurs.

Certains pensent que l'on peut « aménager » le régime de change. A mon avis, c'est très difficile, parce que ce n'est pas seulement un accord de change, c'est aussi un accord de coopération avec la France. Certains pensent par exemple qu'on pourrait avoir une référence sur deux devises, le dollar et l'euro, afin d'avoir moins de fluctuations, mais il est difficile de concevoir, que le Trésor français accorde la garantie de convertibilité du franc CFA en une monnaie qui ne serait pas la sienne. C'est ce que je voulais dire sur le régime de change.

La deuxième option stratégique concerne le fait de se demander si la politique monétaire dans l'UEMOA doit être calquée sur la politique monétaire dans les pays industrialisés, c'est-à-dire, être pure et dure dans son domaine d'action. Dans la mesure où la BCEAO est une banque fédérale agissant dans un ensemble multinational, on serait tenté de dire, comme pour la BCE, qu'elle doit finalement avoir un mandat limité pour éviter des conflits avec des Gouvernements qui ont gardé une grande maîtrise de leur politique économique. Cependant, je pense qu'il y a dans la Zone des problèmes de financement, en particulier du secteur productif et des petites et moyennes entreprises, et qu'un certain « interventionnisme », c'est vrai que c'est un gros mot s'agissant d'une banque centrale, ne me paraît pas exclu dans beaucoup de domaines. On a parlé du micro-crédit dans lequel la BCEAO fait déjà un travail très utile de régulation. Il y a l'incitation aux banques à prêter aux petites et moyennes entreprises, pour l'instant elles sont extrêmement réticentes, mais aussi le développement du marché financier. A mon avis, il faut prévoir la création et l'introduction d'instruments financiers qui permettront de canaliser l'épargne intérieure d'une manière attirante et qui préserve la sécurité des placements, car sinon, on risque d'avoir de très grands mécomptes. Enfin, bien entendu, il faut développer l'intermédiation bancaire, car les banques ont quand même, dans ces pays un rôle primordial à jouer dans le développement du financement de l'économie. Ce sont tout un ensemble de domaines dans lesquels la Banque Centrale peut jouer un rôle. Bien entendu, c'est une Banque qui est maintenant totalement indépendante, mais je pense qu'elle doit travailler en étroite coopération, dans ces domaines, avec les instances de l'UEMOA.

Je serai beaucoup plus bref à propos de la troisième option stratégique, parce qu'on en a déjà parlé, qui porte sur les moyens d'accroître l'efficacité de la politique monétaire. On a parlé de la surliquidité des banques et nos amis de la BCEAO nous ont dit qu'ils avaient réussi à éponger cette surliquidité et que les banques étaient maintenant débitrices nettes. Ceci me paraît très bien, mais c'est peut-être fragile, compte tenu des fortes entrées de devises qui peuvent intervenir. La situation peut se retourner. J'estime donc qu'il faut penser à des moyens, peut-être structurels, de dégager une position débitrice nette du système bancaire, par exemple en incitant les Etats à accélérer le processus de consolidation des avances que la BCEAO leur a accordées dans le passé. Voilà qui, évidemment, remettrait de manière assez nette les banques dans la banque.

Il y a également le fonctionnement du marché interbancaire, dont Roger NORD a parlé. Je ne m'attarderai pas là-dessus, si ce n'est pour dire qu'il faut accroître sa solidité juridique. Il faut que les systèmes de paiement, qui ont déjà été bien améliorés, fonctionnent très bien et qu'il puisse exister des transferts entre les différents pays de la Zone.

Enfin, pour accroître l'efficacité de la politique monétaire dans cet ensemble multinational qui reste très hétérogène, là encore je vais me trouver tout à fait en contradiction avec certains préceptes,

je pense que des instruments un peu sophistiqués, comme les réserves obligatoires à taux différenciés selon les pays de la Zone, ne me paraissent pas une absurdité. Je vous remercie.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Jean-Pierre VIDAL

Jean-Pierre VIDAL

Merci Monsieur le Président. Compte tenu de la première lettre de mon nom, à la fin de l'alphabet, j'ai souvent la tâche difficile de conclure les sessions de panel. C'est une longue tradition depuis l'école. Ma place était au dernier rang et, aujourd'hui encore je suis le dernier à intervenir en espérant, bien entendu, que les questions que je vais traiter n'ont pas été traitées par les commentateurs précédents, de sorte que je sois obligé d'improviser au dernier moment.

Je vais me concentrer sur deux questions, précisément deux défis qui semblent se poser à la BCEAO en termes de stratégie de politique monétaire. Je dirai également la perception que j'en ai, compte tenu des débats et de ce que j'ai pu apprendre au cours de ces deux journées qui, pour moi, ont été tout à fait passionnantes et pendant lesquelles j'ai véritablement beaucoup appris.

La première question concerne la nature de l'objectif de la BCEAO, notamment quelle est la nature de cet objectif ? On a beaucoup parlé de ciblage d'inflation, mais je n'ai pas l'impression que l'objectif, tel qu'il est conçu dans la stratégie de politique monétaire, soit véritablement une cible d'inflation au sens des "inflation targeters". S'il ne s'agit pas d'une cible d'inflation, est-ce alors une définition de la stabilité des prix ? A quel horizon ? A moyen ou à long terme ? Il me semble qu'il est important de préciser la nature de l'objectif de politique monétaire, notamment s'il s'agit d'un objectif que l'on pense atteindre à long terme, comme Monsieur DEM nous l'a expliqué de façon très claire auparavant. Je crois qu'en termes de communication publique, donc de crédibilité de la Banque Centrale, il est extrêmement important d'être clair sur la nature de l'objectif, afin que cet objectif ne soit pas confondu par certains observateurs ou même par les citoyens, comme un objectif qui serait à atteindre à court terme, voire même à moyen terme. Il me semble en effet qu'il s'agit, dans votre esprit, plus d'un objectif ou même d'une norme à long terme.

La deuxième chose est qu'en observant les débats, la situation en UEMOA me semble complexe. La politique monétaire est peut-être même plus compliquée, compte tenu de l'absence d'intégration des marchés financiers et d'un certain nombre de barrières structurelles. Les instruments de politique monétaire me semblent aussi différents et il y a évidemment dans ce cadre un besoin de définir une stratégie de politique monétaire robuste. Il me semble notamment important de ne pas être prisonnier d'un seul modèle macroéconomique dans l'analyse qui, parfois, peut être un des risques du ciblage d'inflation au sens strict. Il me semble extrêmement important, dans le cadre de l'UEMOA, de prendre en compte l'intégralité de l'information disponible, afin de pouvoir formuler une politique monétaire adéquate. Hier, le Professeur AGENOR avait noté l'importance des agrégats monétaires, mais leurs contreparties, notamment le développement du crédit, jouent également un rôle primordial. Je crois que c'est extrêmement important dans un cadre aussi complexe que l'UEMOA.

Je rappelle au passage que lorsque la Banque Centrale Européenne a débuté sa politique monétaire, elle se trouvait également dans une situation complexe caractérisée par une absence naturelle de données pour la Zone euro. Pour répondre à ce défi, elle a donc choisi une stratégie de politique monétaire robuste qui s'appuie sur une analyse exhaustive de l'information.

Il me reste à vous remercier, Monsieur le Gouverneur, d'avoir invité la BCE à participer à ces débats et à vous remercier de votre attention.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Merci beaucoup Jean-Pierre.

Que retenir à peu près de ce tour de table ? Je crois qu'il y a un premier constat qui s'impose, c'est qu'il faut pour la BCEAO être ambitieux pour la politique monétaire. Le deuxième constat qui ressort de ce tour de table, c'est que la politique monétaire de la BCEAO doit essayer de répondre à la question de savoir si elle doit s'intéresser à l'inflation ou au niveau général des prix. Le troisième élément, c'est que la politique monétaire de la BCEAO va devoir de plus en plus concilier l'objectif de stabilité monétaire et l'objectif de stabilité financière. Elle doit aussi relever le défi de la transparence.

Nous avons également évoqué la nécessité de poursuivre la modernisation du système financier, malgré les crises. A cet égard, il me semble qu'il y a quatre priorités qui ont été dégagées. Il faut renforcer la capacité de la BCEAO pour gérer la liquidité, accélérer le développement du marché interbancaire régional, renforcer le respect des normes prudentielles et réduire le rôle du secteur public dans le secteur bancaire.

Le problème de la coordination entre les politiques monétaires et budgétaires a également été évoqué, de même que celui du taux de change qui est une question essentielle que la BCEAO doit essayer de discuter ou mettre au cœur des débats. En effet, l'UEMOA cible à la fois le taux de change et le taux d'inflation, ce qui est un exercice difficile à réussir. Alors, que faire en terme de réforme ?

Il a été dit que la BCEAO doit relever le défi de la robustesse de la stratégie de politique monétaire, en essayant, autant que possible, de ne pas être prisonnière d'un seul modèle. Quelqu'un a même parlé d'un modèle hybride. Je crois qu'à ce niveau, les chercheurs, l'ensemble des membres de la communauté universitaire, ainsi que les professionnels sont interpellés. Toujours, concernant l'importance de la robustesse, on a évoqué le problème d'une approche extensive de l'information, incluant la monnaie et le crédit. Il y a un problème sous-jacent également, qui n'a pas été clairement explicité, mais que j'ai senti venir, la coordination des politiques monétaires entre elles.

Voici, en résumé, les quelques problèmes que nous avons dégagés et qui me semblent être représentatifs de ce qui peut faire l'objet de quelques contributions. Je donne donc la parole à la salle pour recueillir la réaction des uns et des autres, tout en sachant que nous devons terminer nos débats au plus tard à 17 heures 55 pour laisser la place à la cérémonie de clôture. Je ne vais pas distinguer la gauche ou la droite, parce que je risque d'aller à l'extrême droite. Donc, je vais tout simplement laisser la parole à qui veut la prendre pour apporter sa contribution aux différents problèmes qui ont été soulevés.

Oui, SODOKIN allez-y.

Koffi SODOKIN

Merci Monsieur le Président. Je voudrais revenir sur la question de l'approfondissement financier. En parlant de stratégies pour mettre l'approfondissement financier au service du développement économique, on a dit qu'il fallait prendre des mesures pour permettre aux banques d'être plus efficaces dans le financement de l'activité économique. A cet égard, on a évoqué les institutions de micro-finance, mais je souhaiterais que les mesures à prendre visent à renforcer la synergie entre les banques et ces institutions de micro-finance, au service du financement dans notre région. A mon avis, il ne s'agit pas de prendre des mesures concernant un seul versant du secteur financier (le secteur des banques) et laisser l'autre (le secteur des institutions de micro-finance) de côté, en se disant que l'on trouvera des solutions plus tard. Les mesures prises doivent être simultanées. La même remarque est également valable pour le renforcement du marché financier. Merci beaucoup.

Aké N'GBO

Merci Monsieur le Président. Au cours de ces deux journées, je me suis senti conforté dans ma position que je vais vous communiquer. Pour moi, l'information statistique est au cœur de toute politique économique. C'est pour cela que je voudrais souhaiter que la Banque Centrale mette l'accent sur la production, la collecte et le traitement de l'information statistique, afin de pouvoir mettre en œuvre des modèles représentant le plus possible la réalité de nos économies. Je le dis, parce que dans le milieu académique, lorsque l'on fait de la recherche, le plus important est la cohérence interne de notre démarche, mais dans le cadre de la recherche appliquée, il faut également accorder une grande importance à la cohérence externe. Il faudra donc que les modèles que nous utilisons reflètent la réalité. Je pense que la BCEAO devrait pouvoir le faire, au regard des activités qu'elle mène, dans le cadre de la coopération avec les centres de recherche, le Prix FADIGA ou l'organisation de ce Colloque.

Permettez-moi, Monsieur le Président que je rebondisse sur un point qui a été soulevé par un des panélistes, concernant la place du secteur public dans le secteur financier. Je ne suis pas tout à fait d'accord, parce que rien ne nous prouve que le secteur privé fait mieux que le secteur public. Le tout est une question de mécanisme incitatif. La preuve, la Banque Centrale est-elle privée ? Je vous remercie pour votre attention.

Chicot EBOUE

Merci Monsieur le Président. Je voudrais revenir sur trois points, si vous me le permettez. En premier lieu, la stratégie opérationnelle qui a été conseillée tout à l'heure à la BCEAO en relation à son mandat, notamment par le dernier panéliste, non pas simplement parce que son nom arrive toujours en dernier, mais parce que c'était une proposition forte. Pour ma part, j'inciterais la BCEAO à afficher un mandat comparable à celui d'un pays en développement ou d'une zone de pays en développement. Je m'explique. Le mandat de la BCEAO porte sur la stabilité des prix, nous l'avons

redéfini à l'occasion de la réforme institutionnelle en 2003. L'idée est que la BCEAO poursuit la stabilité des prix, dont la définition concrète relève du Comité de Politique Monétaire. C'est exactement la formulation que nous avons trouvée avec Christian de BOISSIEU. Nous en avons beaucoup discuté. Nous avons ajouté que la BCEAO mettra en œuvre toutes actions utiles au développement économique, sans préjudice de la stabilité des prix. Or, là nous reprenons exactement les mandats de la BCE, ce deuxième point étant mis en annexe, je crois dans l'article 102 alinéa 5. C'est un mandat très biaisé vers le mandat d'une banque centrale de grands pays développés et, il me semble qu'il est temps que la BCEAO revienne à un mandat de pays en développement. Une inflation normée à 2% est me semble-t-il contre-productive dans des pays en développement, surtout sans relation à l'inflation optimale. La BCEAO doit donc réintroduire explicitement dans son mandat le soutien à la croissance. Ce n'est plus contre-productif dans le monde, la banque centrale la plus imitée au monde, en tout cas celle sur laquelle l'attention porte le plus, parce que nous dit-on c'est celle de la plus grande économie du monde, met un soutien à la croissance explicitement dans son mandat.

Quant à la transparence qui serait la contrepartie de l'action orientée en faveur de la stabilité des prix sous l'hypothèse de l'indépendance complète, elle apparaît aujourd'hui comme un argument absolument central. Or, je le disais déjà en 2002, nous sommes dans une zone où les marchés sont embryonnaires et peu dynamiques. C'est donc des marchés où les stratégies de traitement de l'information par les agents privés sont relativement sommaires. Par conséquent, la contrainte de transparence n'agit pas ici en Zone BCEAO comme dans les pays développés. Cela n'empêche pas la responsabilité, mais je veux dire que l'idée de la transparence, et notamment d'une transparence qui pourrait conduire à l'affaiblissement de l'ambiguïté constructive, agit différemment ici.

Le deuxième point, c'est la contrainte de change comme cadre d'action de la BCEAO. La fixité des changes est considérée aujourd'hui comme la pierre angulaire de l'édifice BCEAO. Fixité au sens strict, hier vis-à-vis du franc français et aujourd'hui vis-à-vis de l'euro. La pierre angulaire que moi je connais, Jésus Christ, faisait des miracles. Or, je ne vois pas la pierre angulaire du franc CFA y compris à la BCEAO, faire des miracles. Il n'y a pas eu un miracle du développement financier, ni un miracle économique. Le seul miracle qu'il y a eu, c'est le maintien de la solidarité dans la coopération monétaire. C'est bien, mais je dis que si la BCEAO reste dans le contexte actuel, elle va gérer un optimum de pauvreté, c'est-à-dire une croissance faible bridée par une inflation faible qui serait la cible de la Banque Centrale. Or, j'écoutais le Directeur Général Honoraire de la Banque de France tout à l'heure, j'espère ne pas être désobligeant, mais la Tunisie est importatrice nette de matières premières et de pétrole. Elle n'a pas un change irrévocablement fixe vis-à-vis d'une devise étrangère. C'est un petit pays émergent. De grands pays émergents, l'Inde et la Chine, sont importateurs nets de matières premières et de pétrole. Ils n'ont pas non plus de change fixe irrévocable vis-à-vis des grandes devises. Je crois donc qu'il faut sortir de la fixité irrévocable de façon absolue. En tout cas, la proposition que je fais est de mettre à l'étude d'autres modalités d'ancrage nominal.

Le troisième point sur lequel je voulais revenir porte sur la construction de marchés. Je crois que ce que la BCEAO a commencé à faire, la construction de marchés de titres secondaires, de titres négociables doit être approfondie, mais aussi accompagnée. Je serai iconoclaste et peut être volontairement provocateur, je m'en excuse par avance, mais le PADME au Bénin, votre pays

d'origine Monsieur le Président, est l'institution de micro-finance la mieux gérée de la Zone et sans doute d'Afrique. J'apprends que le PADME est sujet quasiment à une espèce d'effet d'éviction, du fait des comportements du secteur public. Sans doute même, cette institution va disparaître. Je crois donc que la BCEAO doit pouvoir s'opposer, lorsque les Etats prennent des mesures contre-productives vis-à-vis de l'expansion d'institutions financières qui se développent. Merci Monsieur le Président.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Merci. Vous n'avez pas l'information, mais on pourra en discuter après dans les couloirs, n'est-ce pas. Monsieur AGOSSA.

Laurent AGOSSA

Merci Monsieur le Président. J'ai juste un seul point. Je voudrais vous féliciter pour la synthèse que vous avez faite et que j'ai trouvée exhaustive, si bien qu'à la fin j'étais un peu perdu. Je ne retrouvais plus ce qu'il fallait retenir de manière concise. En prenant l'ordre que vous avez suivi, je vais m'en m'arrêter au troisième point, en disant que la politique monétaire doit essayer de concilier la stabilité des prix et la stabilité financière.

Parlant de la politique de ciblage d'inflation hier, on a dit que les mécanismes de transmission de la politique monétaire étaient nécessaires et tout de suite après quelqu'un est intervenu, je crois que c'était le professeur Jean-Paul POLLIN, pour dire que les mécanismes de transmission de la politique monétaire sont d'importance d'une manière générale. Dans le cas d'espèce, je voudrais savoir quels sont véritablement les mécanismes de transmission de la politique monétaire au sein de l'UEMOA de manière pratique ? Je souhaiterais vraiment, peut-être dans le cadre du Prix de la meilleure contribution en recherche économique, que l'on puisse en arriver à établir les méandres, si méandres il y a, de ces mécanismes de transmission de la politique monétaire au sein de l'espace UEMOA. Je crois que ça pourrait vraiment orienter davantage les stratégies monétaires dans ce sens-là. Merci Monsieur le Président.

Tchéché N'GUESSAN

Merci Monsieur le Président. Je crois que la question de savoir quelle option stratégique pour une politique monétaire efficace dans l'UEMOA renvoie à ces cinq niveaux de réflexion que nous avons abordés. Le premier niveau, c'est le centre de décision. Le deuxième niveau c'est l'option ou les options. Le troisième niveau ce sont les objectifs. Le quatrième niveau ce sont les instruments et le cinquième niveau c'est la stratégie elle-même : comment on concilie les instruments et les objectifs ?

Les quatre derniers points ont été abordés, donc je vais mettre l'accent sur le premier point, c'est-à-dire le centre des décisions. La question telle qu'elle a été posée suppose qu'on a un centre de décision autonome. Il faudra donc que la Banque Centrale veille à ce point-là, puisque j'y ai travaillé moi-même pendant longtemps. Mes premiers travaux sur ce sujet sont vieux de 13 ans. Aujourd'hui,

Dieu merci, je crois que les recommandations que j'avais faites et au nombre desquelles on trouve l'institution de la gouvernance collégiale par les Comités de Politiques Monétaires commencent à être entendues. En Afrique Centrale, le Comité de Politique Monétaire a été mis en place en 2008. Je crois que l'Afrique de l'Ouest va suivre incessamment.

Tout ce que je veux dire à la Banque Centrale, c'est ceci : il ne faut pas rater ce virage. C'est un point très important qu'il ne faut pas rater : la réalisation des réformes entamées en 2008 à la BEAC et annoncée pour 2009 à la BCEAO sont une opportunité historique pour que les pays Africains changent les choses de manière approfondie et utile. C'est assez dire que les Comités de Politiques Monétaires (CPM), ainsi que les différents mécanismes institutionnels qui vont être mis en place sont très importants. Si ces réformes ne vont pas à l'essentiel des choses et restent superficielles, les pays Africains de la Zone franc rateront l'unique occasion qui leur ait donnée de maîtriser vraiment leur politique monétaire. Je vous remercie Monsieur le Président.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Je vais refaire un tour de table en partant de VIDAL, pour des réponses éventuelles aux préoccupations qui ont été soulevées dans la salle. Juste deux minutes chacun.

Jean-Pierre VIDAL

Je vais être très bref et juste rebondir sur la dernière remarque qui a été faite. Effectivement, la mise en place d'un Comité de Politique Monétaire et la façon dont il établira son fonctionnement sont des aspects absolument primordiaux dans la pratique de la politique monétaire. C'est en quelque sorte passer de la théorie à la pratique, et ce n'est en définitive que la pratique qui conduit aux résultats escomptés. Merci beaucoup.

Jean-Pierre PATAT

Je n'ai pas grand chose à ajouter. Quelqu'un a dit qu'il ne fallait pas segmenter les actions entre micro-crédit, banques et marchés financiers. Je suis tout à fait d'accord avec cette remarque, étant entendu que le micro-crédit est très important. Il faut effectivement le développer, l'encadrer, mais il ne faudrait pas que ce soit en définitive un motif de déresponsabilisation des banques qui ont quand même un travail à faire, notamment distribuer des crédits aux PME. Il ne faudrait pas qu'elles se déchargent de cela sur le micro-crédit, en pensant que le problème est résolu.

Sur le régime de change, je pense qu'il n'y a pas grand chose à ajouter après ce qui a été dit, sinon que l'Inde et la Chine sont des acteurs majeurs sur la scène économique internationale. Ce sont des pays émergents dont les revenus sont déjà beaucoup plus élevés que les revenus moyens de pays pauvres comme ceux de l'UEMOA. Et s'agissant du décollage économique, lorsque l'on regarde la géographie économique africaine, on n'a pas vraiment de preuves qu'un régime de change flexible soit plus propice qu'un régime de change fixe au décollage. Je parle encore une fois de pays pauvres.

Ernest ADDISON

Thank you Mister Chairman. I am also kind of curious about the Monetary Committee and what that Monetary Committee would be doing ? At the end of the day, that Committee cannot carry out policies that are inconsistent of the exchange rate. It seems to me that, to the extent that the CFA continues to be anchored to the euro, there is not much that the Monetary Committee can do. Thank you.

Christian de BOISSIEU

Je reviens sur la complémentarité entre la consolidation du système bancaire, le développement de la micro-finance et l'essor des marchés de capitaux. Ce qui m'a frappé dans mon expérience depuis le début des années 80, c'est que très souvent dans les pays en développement ou dans les pays émergents, les banques ont le sentiment qu'elles vont souffrir de l'essor du marché des capitaux. C'est un mauvais calcul qui n'est pas confirmé par l'expérience. Très souvent, les banques font du lobbying pour freiner l'essor des marchés de capitaux, alors que l'expérience des pays avancés montre que les banques se retrouvent bien dans l'essor des marchés de capitaux. Leur produit net bancaire change de composition, il n'est pas pour autant affaibli par l'essor des marchés de titres. Je pense que le rôle des pouvoirs publics, j'ai vécu ça au Maroc et en Tunisie depuis 20 ans, est non pas de se faire l'interprète des banques, mais plutôt de se faire l'interprète de l'intérêt collectif. L'intérêt collectif, c'est le garant de la concurrence ou plutôt la complémentarité entre les sources de financement. Il n'y a donc pas à choisir entre consolider les banques, la micro-finance et les marchés financiers.

Je termine en disant que j'ai signalé tout à l'heure qu'il y a un débat mondial qui va s'ouvrir ou qui est en train de s'ouvrir sur les leçons à tirer de cette crise financière en matière de régulation prudentielle dans le secteur de la banque et de la finance, y compris les compagnies d'assurance. J'insiste, ne laissez pas ce débat se faire sans vous. Je considère que les pays en développement et les pays émergents ont des choses à dire sur ces problèmes prudentiels. Ils n'ont pas été suffisamment associés à mon avis à la définition de Bâle 2, mais on est tous dans le même bateau. Il va y avoir un certain nombre de débats très importants sur les possibles ratios de liquidité pour les banques, à la suite de cette crise de liquidité qui n'est pas finie, sur la question de la transparence de l'information, sur le fonctionnement des agences de notation et sur les codes de conduite vis-à-vis des agences de notation des fonds souverains. J'incite quand même les responsables de cette Zone à être totalement présents sur ce sujet. Ce n'est pas uniquement le club des pays riches qui doit décider de son côté ce qu'il faut faire. Nous sommes dans le même bateau là.

Roger NORD

Je vais utiliser ma dernière intervention pour davantage développer les raisons qui font que je partage absolument l'avis de mon voisin, à savoir que l'approfondissement du système financier est une condition absolument primordiale pour le développement et pour la croissance. Beaucoup d'études, mais aussi la pratique, le montrent. Pourquoi ? Je crois que la raison est simple. C'est parce que l'épargne est nécessaire pour l'investissement et elle se mobilise dans les systèmes bancaires, financiers au sens large. Le développement du système financier mobilise davantage l'épargne

intérieure, mais de plus en plus aussi l'épargne extérieure, ce qui est très important surtout dans les pays d'Afrique qui, à terme, doivent souhaiter une indépendance par rapport aux donateurs et à l'aide au développement. Il faut remplacer cette aide par des ressources propres, l'impôt d'un côté, mais aussi et surtout des ressources propres pour l'investissement, ce qui accroît la nécessité de développer le secteur financier.

Je ne suis qu'un simple économiste praticien, donc je ne pourrais pas exhiber une preuve que le secteur privé est mieux équipé que le secteur public, mais ce que je peux dire c'est que dans la pratique, j'observe une très grande différence. C'est valable aussi bien pour l'Afrique qu'ailleurs, notamment dans les pays d'Europe Centrale où on a remplacé, d'une façon très radicale le secteur public par le secteur privé dans le secteur financier avec les résultats que nous connaissons. J'ai devant moi un petit graphique que j'aurais bien aimé pouvoir mettre sur un grand écran, qui montre qu'il y a 25 ans le ratio des dépôts des banques sur le PIB en Europe Centrale était de 12%. Ici, dans la Zone, il était à cette époque de 15%. Aujourd'hui, dans la Zone, il ressort toujours à environ 15, peut-être 18%, alors qu'en Europe Centrale il est de 35%. Qu'est-ce que cela démontre-t-il ? Cela démontre un approfondissement du secteur financier qui a appuyé la croissance et qui a mis à la disponibilité de l'économie les ressources nécessaires pour se développer. C'est cela qui doit être le but primordial, à mon avis, ici en Afrique et dans la Zone. Merci beaucoup.

Edward BUFFIE

I'll say something about strengthening the financial sector and say something about the price stability mandate of the Union. Yes I agree the transmission mechanism is bit of a mystery, given that the Union is backed to the Euro, there is no transmission mechanism running through the exchange rate, usually the strongest transmission channel. We also have to see how the interest rate channel can be very strong if something isn't done to bring small and medium size enterprises into the credit channel. If all that the interest rate does is affect lending to large firms that operate in the formal sector, even in that connection, then the monetary transmission mechanism is destined to be weak for a very long time.

So the policy should be bold. So here is one bold, may-be slightly crazy suggestion. Perhaps the Central Bank should think about levying a tax on commercial banks, and using it to finance insurance on loans to small and medium enterprises. It is a risky thing to get into. If it works the central bank also gets the pay off in the form of a stronger transmission mechanism and more effective monetary policy. It is just dreadful to see banks holding lots of excess reserves at the same time that small and medium size enterprises starve for credit. That's a situation that doesn't make any sense.

Now, on this question of the price stability mandate, whether the 2% inflation rate should be the exclusive mandate for the UEMOA, I would come down in favour of the central bank retaining a lot more flexibility. If it's going to adopt inflation targeting, adopt a very flexible framework. Because the union has done very well in controlling inflation, it has today a high degree of credibility; therefore on this spectrum of balancing flexibility against pursuit of credibility, surely you should go for flexibility. If it's going to make price stability the exclusive mandate, at least provide a wide band around the central target so that there is room to jointly coordinate monetary and fiscal policy adjustment when the economy encounters severe shocks. I think that's probably the best framework for the near future for the union to adopt.

Fulbert Géro AMOUSSOUGA

Président de séance

Merci. En complément à nos discussions, ou plus exactement aux problèmes que nous avons précédemment dégagés, un premier constat s'offre à nous. Rien ne vaut de vivre l'expérience de ceux qui vous ont précédé. De ce point de vue, il est instructif, voire souhaitable, pour la BCEAO de s'ouvrir à l'expérience des autres pays émergents.

Le deuxième constat est que le mécanisme de transmission de la politique monétaire n'est pas encore bien su de tout le monde et des clarifications s'imposent. Néanmoins, un signal d'alarme a été émis à l'endroit de la haute autorité qui devrait veiller, dans le cadre de la mise en place des Comités de Politique Monétaire, à ce que ces centres de décision soient autonomes. De même, il a été mis l'accent sur l'importance de la qualité de l'information statistique. Les autres contributions ont surtout servi à préciser un certain nombre de points précédemment soulevés.

Avant de céder la place, Monsieur le Gouverneur je voudrais profiter de cette occasion, en tant que Président du panel, sans que je ne sois mandaté par mes pairs, pour vous remercier pour l'organisation de ce Colloque qui est un véritable séminaire de réflexion bien réussi, bien préparé. J'associe à ces remerciements tous ceux qui ont contribué à sa réussite. J'avoue personnellement, et c'est peut-être le cas pour beaucoup, que ce séminaire nous a beaucoup appris. C'est un séminaire qui a réuni des praticiens et des chercheurs et nous pensons que c'est la meilleure manière de reculer les barrières et de contribuer de façon décisive au développement de nos pays. Nous pensons avoir accompli ce petit pas en l'espace de ces deux jours. Nous vous remercions et sans vous mentir, ce Colloque se tient tous les deux ans, mais j'ai cru entendre tout à l'heure dans les couloirs certains dire : « et si ça peut se tenir chaque année ? » Ce serait une bonne chose. Monsieur le Gouverneur, nous vous remercions en espérant que peut-être cette doléance trouvera un écho très favorable à votre niveau. Merci.

Ismâïla DEM

Je demande aux membres du présidium de rester en place, le Gouverneur va nous délivrer son discours de clôture de sa place. Monsieur le Gouverneur, vous avez la parole pour votre allocution de clôture.

CEREMONIE DE CLOTURE

Philippe-Henri DACOURY-TABLEY

Honorables invités, chers amis, je disais au Vice-Gouverneur que je suis partagé entre ce papier que j'ai écrit et les notes que je viens de prendre et il me disait de faire un policy-mix.

Chers amis, je voudrais très sincèrement vous dire merci. Merci pour ces deux journées intenses de travail. J'avais souhaité que vous preniez un peu de votre temps pour connaître les délices de la ville de Dakar, mais je crois que vous n'en avez pas eu la possibilité, tellement vous étiez concentrés sur votre sujet.

Au terme de ces deux journées de réflexion, je tiens spécialement à remercier tous les intervenants qui ont su nous gratifier de riches enseignements sur la problématique de la stabilité des prix. L'objectif principal de ce Colloque, déjà annoncé lors du discours d'ouverture et maintes fois exprimé pendant le débat, était d'identifier les moyens pour formuler et mettre en œuvre une politique monétaire efficace visant la stabilité des prix. A l'heure où nous devons entamer la mise en œuvre d'une réforme majeure du cadre institutionnel de l'UMOA et de la BCEAO, je ne peux que me réjouir des résultats, des riches enseignements sortis donc de vos travaux. Les échanges qui ont eu lieu lors de cette rencontre seront d'une très grande utilité pour la BCEAO dans la mise en place de son nouveau cadre de politique monétaire.

La qualité des présentations, des commentaires et des débats a permis de dégager des idées maîtresses susceptibles de contribuer à l'efficacité de l'action des banques centrales. J'en rappellerai quelques-unes. La rencontre a permis de réaffirmer le consensus qui se dégage depuis des décennies autour d'un objectif principal de stabilité des prix pour les banques centrales modernes. Bien que vers la fin de nos débats, quelques divergences sur ce point ont été notées, je préfère m'en tenir à la première journée et à la moitié de la deuxième journée et estimer qu'il s'agit bien d'un consensus.

Si ce consensus est largement partagé, les échanges ont néanmoins montré qu'il n'y a pas de solution toute faite en matière de mise en œuvre opérationnelle de la politique monétaire, en particulier dans des Etats comme ceux de l'UEMOA, où l'efficacité des canaux classiques de transmission de la politique monétaire n'est pas toujours établie et où le secteur financier n'est pas encore assez développé.

Ces travaux ont mis en exergue quelques pistes d'actions qu'il est possible d'utiliser comme repère dans les réflexions pour la mise en place d'un cadre approprié de politique monétaire dans l'UEMOA. En effet, les échanges ont montré que le renforcement des capacités en terme de systèmes d'information, au niveau statistique, et de prévision est important pour l'évaluation des perspectives d'évolution de prix à la consommation. Un point important mis en exergue lors des discussions est l'obligation de responsabilité, de transparence et de communication qui fonde la crédibilité de la politique monétaire. Il a été également souligné la nécessité d'œuvrer à l'approfondissement du marché financier qui représente un défi majeur pour les autorités de l'Union. Enfin, les débats ont mis en exergue la nécessité d'avoir un policy-mix efficient, afin d'assurer la cohérence entre la politique monétaire commune et les politiques budgétaires relevant de chaque pays.

Mesdames et Messieurs,

Ces deux journées de travaux ont donc permis d'approfondir des questions essentielles de politique monétaire, de partager les expériences des uns et des autres, ainsi que des stratégies en matière de politique monétaire. L'un des succès de cette rencontre est qu'elle a su allier aisément les aspects théoriques et pratiques, ce qui a permis de mieux cerner les mécanismes et instruments qui sous-tendent les décisions de politique monétaire.

Les résultats obtenus permettront, à n'en point douter, d'enrichir et d'approfondir les travaux en cours au niveau de la Banque Centrale. A cet égard, je tiens à réaffirmer encore une fois de plus auprès de la communauté scientifique, notamment celle en provenance de l'Union, ma volonté de renforcer la collaboration entre la BCEAO et le monde académique. Ce faisant, je réponds aux sollicitations de la BCEAO sur différents points, notamment la recherche d'information statistique qui constitue un élément fondamental de tout ce qui relève de la politique monétaire. Cette coopération s'illustre déjà avec le Prix Abdoulaye FADIGA pour la promotion de la recherche économique, dont le premier lauréat devrait être bientôt connu. Elle pourrait se poursuivre dans les années à venir avec le lancement d'études et de programmes de recherche. A cet égard, les points d'approfondissement identifiés lors de ce Colloque sont des thématiques naturelles sur lesquelles j'invite les chercheurs de l'Union à nous communiquer des propositions de recherche.

La Banque Centrale, tout au long de ce Colloque, a été interpellée sur différents points. J'estime que c'est de bonne guerre au regard du thème : « Stabilité des prix dans l'UEMOA : contraintes et défis ». A notre niveau, c'est tout à fait humblement que nous décidons de partager notre expérience. Nous organisons ce type de rencontre et nous ne manquons pas de participer à celles qui se déroulent ailleurs, car nous savons que nous avons beaucoup à apprendre. Nous avons noté les nombreuses questions qui ont été soulevées. Elles nous permettront, bien évidemment, d'approfondir notre travail dans le cadre de la mise en place de notre réforme.

L'UEMOA et la CEMAC ont toujours soulevé des interrogations, parce que nos deux unions monétaires sont restées longtemps les seules du genre à fonctionner. C'est normal qu'elles eussent suscité des curiosités, et des interrogations nous sont toujours venues d'un peu partout. Mais, ce qui est important à savoir, c'est que nous évoluons dans un cadre politique bien défini. Nous sommes prêts, dans des rencontres appropriées, à discuter intellectuellement, scientifiquement, sur certains points de ce cadre, mais il est bon que les autres reconnaissent que nous sommes des techniciens qui sont chargés d'appliquer la cohérence interne dudit cadre. C'est important pour nous.

Vous nous aiderez beaucoup en réfléchissant avec nous à l'intérieur de ce cadre. Je pense que c'est important car on ne pourra jamais démontrer l'efficacité ou la pertinence d'un choix quant au régime de change. Des exemples ont été donnés et il a été relevé celui de la Tunisie. Mais, le développement de la Tunisie, provient-il essentiellement de son régime de change ? Je pose cette question, car d'autres ont opté pour le même régime de change que la Tunisie et ne sont pas au même niveau qu'elle. Il est donc bon que vous nous aidiez en restant dans le cadre qui est le nôtre. Je pense que c'est comme ça que vous pourrez nous aider en attendant que le politique, au vu et à l'entendu de tout ce qui peut être fait et dit, change son fusil d'épaule. En ce moment là, nous aurons encore recours à vous pour que nous puissions réfléchir dans ce nouveau cadre et nous aider à être le plus efficace possible.

Mesdames et Messieurs,

Je voudrais réellement vous réitérer mes remerciements et vous dire que nous avons pris note des indications et des propositions qui ont été faites ici, notamment la dernière concernant la fréquence de nos rencontres. Bien sûr, je répondrais en administrateur en disant nous allons examiner. Nous allons examiner la question parce que j'avais dit dans le discours d'ouverture que je m'engage à ce que ce Colloque rentre dans la tradition, tout au moins durant mon mandat, mais je n'avais pas évoqué la fréquence. Ce qui est certain, c'est qu'il sera organisé tous les deux ans.

Pour le reste, je pense que le Directeur de la Recherche et de la Statistique étudiera la pertinence de vos propositions. Pour l'instant, nous prenons cette proposition comme des félicitations et des encouragements à mieux faire. Cela nous réjouit de voir que la communauté scientifique, que vous représentez ici, apprécie ce qui est fait. Nous resterons en contact avec vous dans l'intervalle pour vous solliciter sur d'autres améliorations qui pourraient être apportées à ces rencontres, afin que nous puissions les rendre toujours positives et plus efficaces.

Sur ces mots, je voudrais donc clore ce quatrième Colloque qui était donc centré sur la « politique monétaire et stabilité des prix dans l'Union Monétaire Ouest Africaine : contraintes et défis ».

Je vous remercie.

ACHEVÉ D'IMPRIMER SUR LES PRESSES
DE L'IMPRIMERIE DE LA BCEAO
JUILLET 2009



BCEAO

BANQUE CENTRALE DES ETATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

Avenue Abdoulaye Fadiga
BP 3108 - Dakar - Sénégal
www.bceao.int