UKR Journal of Economics, Business and Management (UKRJEBM)
Homepage: https://ukrpublisher.com/ukrjebm/
Email: submit.ukrpublisher@gmail.com
Volume 2, Issue 11, 2026 **ISSN: 3049-429X (Online)**

The Lender of Last Resort and Economic Stability in the West African Economic and Monetary Union (WAEMU)

Le prêteur en dernier ressort et la stabilité économique dans l'UEMOA

Nosseyemba Somba Benjamin OUEDRAOGO

Université Norbert Zongo de Koudougou Burkina Faso

***Corresponding Author**: Nosseyemba Somba Benjamin OUEDRAOGO
DOI: *https://doi.org/10.5281/zenodo.24473151*

Article History
Original Research Article
Received: 22 September 2026
Accepted: 29 October 2026
Published: 23 November 2026
Copyright © 2026 The Author(s): This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution-NonCommercial **4.0 International License (CC BY-NC 4.0),** which permits non-commercial use, sharing, and reproduction in any medium, provided the original author(s) and source are appropriately credited.
Citation: Nosseyemba Somba Benjamin OUEDRAOGO. (2026). The lender of last resort and economic stability in the West African Economic and Monetary Union (WAEMU) [Le prêteur en dernier ressort et la stabilité économique dans l'UEMOA]. UKR Journal of Economics, Business and Management, 2(11), 66-81.

Abstract

This article evaluates the effectiveness of the BCEAO's short-term marginal lending facility in ensuring economic stability within the West African Economic and Monetary Union (WAEMU). Using data covering the period from 2000 to 2022, the analysis employs econometric methods suitable for panel data, particularly Generalized Least Squares (GLS) to examine short-term relationships and Dynamic Ordinary Least Squares (DOLS) to investigate long-term relationships. The findings reveal contrasting dynamics.

The study demonstrates that while lender-of-last-resort credit supports economic growth in both the short and long term, it also generates significant inflationary pressures across the countries of the sub-region.

Inflationary effects are more pronounced in the short term, whereas over the long term, emergency lending to solvent banks facing financial crises affects the economic growth rate. This instrument is effective in supporting economic activity within WAEMU.

However, the implementation of the marginal lending facility in a fragile economic environment must be carried out cautiously to avoid macroeconomic instability within the Union.

Keywords : *Lender of Last Resort, Economic Stability, Marginal Lending Facility, WAEMU.*

Cet article évalue l'efficacité du prêt de facilité marginale à court terme de la BCEAO pour garantir la stabilité économique dans l'UEMOA. S'appuyant sur des données de la période 2000-2022, cette analyse use des méthodes économétriques adaptées aux données de panel, notamment des moindres carrés généralisés (MCG) pour analyser les relations à court terme et les moindres carrés dynamiques (DOLS) pour étudier les relations à long terme. Les résultats obtenus mettent en évidence des dynamiques contrastées.

Cette étude montre que le crédit de dernier ressort, tout en soutenant la croissance économique à court et à long terme, engendre également des pressions inflationnistes significatives dans l'ensemble des pays de la sous- région.

Les effets inflationnistes sont plus prononcés à court terme, tandis que sur une longue période le prêt de sauvetage des banques solvables mais confrontées à une crise financière affecte le taux de croissance économique. C'est un instrument efficace pour soutenir l'activité économique dans l'UEMOA.

Toutefois, la mise en œuvre du prêt de facilité marginale dans un contexte économique fragile doit être menée avec prudence pour éviter l'instabilité macroéconomique dans cette Union.

Mots-clés : *Prêteur, dernier, ressort, stabilité, UEMOA.*

Introduction

La stabilité économique constitue une préoccupation majeure pour les économies membres de l'Union monétaire dans les pays en développement (Mundell, 1961). Dans l'UEMOA, cette stabilité repose sur la capacité des autorités monétaires à maintenir les prix faibles et stables tout en favorisant une croissance économique soutenable. Toutefois, la zone UEMOA est confrontée à des défis structurels récurrents, exacerbés par les récentes crises mondiales. Les aléas climatiques, caractérisés par des épisodes fréquents de sécheresse et d'inondations, ont fortement affecté la production agricole, qui constitue la principale source de subsistance et d'emploi pour une grande partie de la population. La dépendance alimentaire de la région, marquée par une forte proportion de produits alimentaires de base importés, expose les économies locales aux fluctuations des prix sur les marchés internationaux. Les variations des prix des matières premières, qui constituent souvent le principal moteur des recettes d'exportation des pays de la zone, ont historiquement accentué leur vulnérabilité aux chocs extérieurs (Collier, 2007).

Ces fragilités structurelles ont été considérablement aggravées par les récentes crises mondiales. La pandémie de COVID-19, apparue en 2019, a entraîné d'importantes perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, limitant l'accès aux biens essentiels et provoquant une récession économique sans précédente dans de nombreuses économies africaines (Baldwin et Mauro, 2020). En outre, la guerre russo-ukrainienne, déclenchée en février 2022, a provoqué une forte hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie, accentuant les pressions inflationnistes dans une région où le pouvoir d'achat des ménages est déjà limité.

Dans ce contexte, les politiques monétaires traditionnelles, principalement axées sur le pilotage des taux directeurs et les opérations de refinancement à court terme sur le marché interbancaire, ont montré leurs limites face à l'augmentation des besoins de financement nécessaires au soutien de la production et à la stabilisation des prix (Blanchard, 2020). Les instruments conventionnels de politique monétaire ne semblent pas suffisants pour répondre efficacement aux chocs exogènes répétés et stimuler une reprise économique durable. En effet, ces instruments, conçus pour gérer les tensions à court terme sur les marchés monétaires, se révèlent peu efficaces face à des chocs systémiques prolongés, notamment ceux liés aux crises sanitaires mondiales ou aux conflits géopolitiques. Confrontées à une insuffisance de liquidités sur le marché interbancaire, les banques commerciales solvables se retrouvent souvent dans une situation difficile, ne pouvant pas accéder au crédit nécessaire pour le financement de l'économie réelle. Dès lors, les mécanismes traditionnels montrent des risques d'insuffisance pour soutenir une reprise durable ou à prévenir l'aggravation des déséquilibres économiques.

Cette situation met en évidence la nécessité d'explorer des mécanismes alternatifs, tels que les prêts de facilité marginale comme des solutions pour renforcer la résilience économique de l'Union face aux multiples défis.

Dans l'UEMOA, les économies locales sont vulnérables, car elles dépendent fortement des financements extérieurs et des importations de certaines matières premières et produits essentiels pour satisfaire leurs besoins (Agénor, 2010). Par ailleurs, la faible diversification de l'activité économique ainsi que la dépendance à l'agriculture et aux matières premières accentuent les effets des chocs exogènes (Rodrik, 2004). Les limites de certains instruments de politique monétaire classique à répondre aux défis nécessitent l'adoption des instruments alternatifs (Blanchard, 2019). Parmi ceux-ci, le prêt de facilité marginale à court terme est un instrument conventionnel que la Banque centrale utilise intensément pour injecter la liquidité dans les banques commerciales pendant les périodes de crises majeures (Mankiw, 2013). Toutefois, cette stratégie soulève des interrogations quant à son efficacité réelle dans un contexte caractérisé par une inflation élevée et une croissance économique insuffisante.

La littérature économique offre diverses perspectives sur le rôle de la politique monétaire dans la stabilisation économique. Les monétaristes, à l'instar de Friedman et Schwartz (1963), insistent sur l'importance d'un contrôle strict de la masse monétaire afin d'éviter une inflation excessive. Selon eux, tout excès de monnaie par rapport au volume de la production effective engendre des déséquilibres économiques susceptibles de conduire l'activité économique vers la récession à moyen et long terme. Cette perspective met en évidence le risque inflationniste d'une intervention monétaire incontrôlée, particulièrement dans des économies déjà vulnérables.

Les keynésiens, en revanche, préconisent une approche plus active de la politique monétaire. Selon eux, tant que le plein emploi n'est pas atteint, une augmentation de la masse monétaire, accompagnée d'un taux d'inflation faible et stable, peut stimuler l'investissement, accroître la production et réduire le taux de chômage (Keynes, 1936). Ils pensent qu'en période de crise majeure le rôle de la Banque centrale devient indispensable pour fournir des financements appropriés à court terme pour stimuler la production effective. Toutefois, Keynes (1936) avertit que l'efficacité de cette approche diminue lorsque l'économie le plein emploi à long terme, car tout excédent monétaire contribue alors à alimenter l'inflation.

En Afrique de l'Ouest, plusieurs études empiriques ont examiné l'efficacité des politiques monétaires de la BCEAO. Par exemple, Diby et Koné (2019) ont montré que les instruments traditionnels, tels que le refinancement sur le marché interbancaire, présente des limites dans les contextes de crises prolongées. Ces instruments sont souvent insuffisants pour soutenir les investissements à long terme nécessaires pour une reprise économique durable. En outre, Traoré (2021) a montré que le crédit de dernier ressort, bien qu'assorti de taux d'intérêt plus élevés, jouent un rôle stabilisateur, notamment en renforçant la liquidité des banques commerciales. Ces crédits contribuent à atténuer les chocs financiers et à prévenir les défaillances systémiques.

La question centrale est donc la suivante : dans quelle mesure le crédit de sauvetage à court terme accordé par la BCEAO affecte-t-il l'activité économique dans l'UEMOA ? Cette question revêt une importance particulière dans la mesure où la zone UEMOA cherche à concilier des objectifs souvent contradictoires : stabiliser les prix dans un contexte inflationniste à court terme tout en soutenant une croissance économique durable. Bien que les interventions de la BCEAO soient conçues pour répondre aux besoins immédiats de liquidité, une évaluation approfondie est nécessaire afin de déterminer leur impact réel sur la production effective et la stabilité des prix.

L'objectif principal de cet article est d'évaluer l'efficacité du crédit de dernier ressort à court terme accordé par la BCEAO aux établissements de crédit solvables, mais confrontés aux insuffisances de liquidité, notamment lors des crises majeures. Cette injection de liquidité pourrait garantir la stabilité économique dans l'UEMOA. Deux objectifs spécifiques en découlent : premièrement, analyser les limites des mécanismes traditionnels de financement sur le marché interbancaire ; deuxièmement, montrer comment le crédit de dernier ressort pourtant considéré comme un instrument conventionnel peut contribuer à stabiliser les prix et à stimuler la production globale. Le prêt de facilité marginale retrouve un regain d'intérêt lorsque les banques commerciales solvables ont besoin de liquidité à court terme pour relancer l'activité économique. L'hypothèse sous-jacente est que ces crédits constituent une réponse appropriée aux insuffisances des autres instruments monétaires traditionnels, particulièrement dans un contexte de crise majeure du système bancaire.

Cette problématique revêt un intérêt particulier en raison de son actualité et de son importance stratégique pour l'UEMOA. Les récents chocs économiques mondiaux ont mis en évidence la vulnérabilité des économies de la région, montrant la nécessité d'explorer des instruments monétaires alternatifs susceptibles de renforcer leur résilience. En outre, cette analyse s'inscrit dans une réflexion théorique plus large sur le rôle des Banques centrales au sein des Unions monétaires et sur leur capacité à gérer les tensions entre les objectifs de stabilité des prix et de croissance économique. En mobilisant les théories économiques classiques et contemporaines, ainsi que les études empiriques pertinentes, cet article contribue à enrichir le débat sur la conduite de la politique monétaire dans les économies en développement.

En définitive, ce travail vise à démontrer que le crédit de dernier ressort, quoiqu'il soit souvent perçu à tort comme une mesure non conventionnelle d'urgence, constitue un instrument crédible pour assurer la stabilité économique et soutenir une croissance durable dans la zone UEMOA. Il mérite, à ce titre, une attention particulière dans la recherche de solutions adaptées aux défis économiques contemporains auxquels cette union monétaire est confrontée.

I. LE PRET DE DERNIER RESSORT DE BANQUE CENTRALE

Dans cette section, nous présentons les fondements théoriques du rôle des crédits ordinaires de financement à court terme et des prêteurs des offres exceptionnelles de dernier ressort pour stabiliser l'activité économique.

I.1. Le crédit ordinaire de financement et la stabilité économique

Dans leurs travaux, les monétaristes Friedman et Schwartz (1963) concluent que le crédit ordinaire à court terme contribue au bon fonctionnement de l'économie lorsque la croissance monétaire est inférieure à la croissance de la production globale. Cette situation se réalise à court terme, car, à moyen et long terme, l'augmentation quantitative de la masse monétaire entraîne un chômage naturel compatible avec l'inflation lorsque l'État intervient dans l'économie.

Le crédit ordinaire destiné au financement habituel de l'économie désigne le prêt accordé par la Banque centrale ou par des établissements de crédit à d'autres banques commerciales pour assurer le bon fonctionnement de l'économie à court terme. Les opérations se déroulent sur le marché monétaire à court terme où les banques commerciales disposant d'un excédent de liquidités rencontrent d'autres institutions financières ayant des besoins de financement à court terme afin d'obtenir des liquidités remboursables au taux d'intérêt réel au jour le jour. La Banque centrale intervient également sur le marché monétaire à court terme, par l'intermédiaire de ses organismes, afin d'accorder des crédits destinés au financement de l'économie. Le remboursement de ces crédits est effectué à un prix appelé taux d'intérêt nominal à court terme.

Les monétaristes soulignent que lorsque les autorités monétaires, notamment la Banque centrale et l'État, n'interviennent pas dans le circuit économique, les variables monétaires sont exogènes, comme dans le cas de l'inflation, et n'ont aucun effet sur les variables économiques, notamment sur les fluctuations économiques (Friedman, 1961). En effet, l'inflation, en tant que variable endogène, ne peut entraîner de variation de durée ou d'amplitude de la croissance, de la production ou du chômage.

Toutefois, lorsque les autorités monétaires interviennent dans l'économie, les variables monétaires, notamment l'inflation, deviennent des variables exogènes et, à ce titre, influencent les variables économiques endogènes. Les fluctuations monétaires exogènes résultant de l'intervention des pouvoirs publics constituent ainsi les principales causes des récessions économiques majeures (Friedman et Schwartz, 1963).

La politique restrictive menée par le Federal Reserve System (Fed) au début des années 1930 a constitué l'une des principales causes de l'aggravation de la Grande Dépression. Celle-ci n'est devenue aussi sévère que parce que la Fed n'a pas été en mesure d'empêcher la réduction massive de la masse monétaire durant cette période. De même, la politique monétaire expansionniste menée par le gouvernement a été considérée comme l'une des causes de la récession des années 1970.

Les monétaristes estiment que les autorités monétaires devraient éviter les politiques monétaires de court terme, qu'elles soient discrétionnaires ou conjoncturelles, car celles-ci sont déstabilisatrices. Elles génèrent de l'inflation, considérée comme le principal problème de l'économie. La politique monétaire de long terme, fondée sur des règles, devrait établir un taux de croissance fixe de la quantité de monnaie compatible avec le taux de croissance économique de long terme.

Dans le cas contraire, une récession économique caractérisée par un chômage naturel de longue durée, suivie d'une inflation, apparaît lorsque l'augmentation de la quantité de monnaie dépasse celle de la production globale, tant en durée qu'en amplitude.

Si la croissance de la masse monétaire ne dépasse pas celle de la production globale à court terme, c'est-à-dire la croissance économique à court terme, pour tout crédit accordé par la Banque centrale aux établissements de crédit, tels que les banques commerciales, contribue au bon fonctionnement de l'économie.

En effet, l'augmentation de la masse monétaire résultant d'un faible taux de crédit à court terme permet aux banques commerciales d'accorder des crédits à court terme afin de répondre à la demande de financement des investissements. La décision des entrepreneurs d'investir entraîne une augmentation de la production et des embauches afin de parvenir au plein emploi. Le taux des revenus salariaux augmente, stimulant ainsi la demande des consommateurs. Une expansion économique s'installe alors et se traduit par une évolution positive de la croissance économique.

En ce qui concerne l'impact positif de la sphère monétaire sur l'économie à court terme, Keynes (1936) reconnaît et accepte cette thèse monétariste. Il émet toutefois certaines réserves. Selon lui, cette situation est possible lorsque l'économie se trouve dans une phase de sous-emploi. En revanche, lorsque le plein emploi est atteint, la production cesse d'augmenter et l'accroissement de la quantité de monnaie conduit à l'inflation à long terme.

Lorsque la Banque centrale maintient le taux d'intérêt à un niveau faible, toute augmentation de la masse monétaire liée à une demande d'investissement productif entraîne une hausse de la production, suivie d'une augmentation des embauches et des niveaux de revenus. L'expansion économique est alors réalisée avec une inflation modérée à court terme.

À long terme, l'augmentation quantitative de la masse monétaire peut entraîner une croissance importante sans inflation lorsque l'État intervient pour réaliser des investissements sociaux. L'objectif serait d'entreprendre de grands travaux susceptibles de réduire le chômage et de générer davantage de revenus pour les consommateurs. Cette politique permettrait également de lutter contre l'inflation par la mise en place d'un système de détermination des taux d'imposition applicable à l'ensemble des citoyens.

Elle aurait certes un effet négatif sur les revenus des entrepreneurs privés, mais elle constituerait une source d'expansion économique à long terme.

I.2. Le crédit de refinancement de dernier ressort et la stabilité économique

Les partisans de la neutralité de la monnaie à l'égard des variables économiques partagent une conception commune du lien entre la masse monétaire et le bon fonctionnement de l'activité économique.

Les auteurs classiques et néoclassiques, tels que Pigou (1912), Smith (1776) et Ricardo (1817), soutiennent que l'augmentation de la masse monétaire n'affecte pas les variables économiques, notamment l'inflation et la production, en termes de durée et d'amplitude. Selon eux, seule la division du travail et l'accroissement de la production constituent les principaux facteurs de la productivité et de la richesse d'une nation.

Surtout, les citoyens doivent accorder la priorité à la volonté de satisfaire leurs intérêts individuels, ce qui

contribue indirectement à l'enrichissement de la nation dans son ensemble (Smith, 1776). Les individus doivent en effet produire et créer des industries et, par conséquent, embaucher la main-d'œuvre. Cette volonté d'enrichissement constitue l'une des principales causes de la révolution industrielle et explique l'essor de l'économie britannique.

Chaque pays tire davantage son profit de la spécialisation dans la production pour laquelle il dispose d'un avantage plus ou moins important sur le marché du commerce international. La spécialisation et le commerce international procurent un gain financier cumulatif à chaque pays, quelle que soit sa situation économique.

Le commerce ne peut constituer une source de déséquilibre durable, puisque la balance des comptes s'équilibre automatiquement (Ricardo, 1817). Un déficit de la balance des comptes entraîne une sortie d'or, ce qui réduit les prix intérieurs et rend le pays plus compétitif en favorisant les exportations et en réduisant les importations.

En l'absence d'intervention des autorités monétaires, l'excédent de production destinée à l'exportation provoque une entrée d'or et une hausse des prix intérieurs, ce qui stimule la compétitivité (Ricardo, 1817).

Lorsque la quantité de monnaie augmente parce que les agents économiques détiennent des encaisses monétaires tandis que les pouvoirs publics créent de la monnaie afin de répondre à la demande locale de biens et de services, l'équilibre entre les dépenses de l'année précédente et celles de l'année courante régule automatiquement la hausse générale des prix (Pigou, 1912).

Le mécanisme inverse étant également possible, lorsque la masse monétaire est neutre et n'exerce aucune influence sur les variables économiques. Les néoclassiques ont ainsi contribué à démontrer la neutralité de la monnaie dans la stabilité économique (Say, 1803).

Selon la loi des débouchés de Say, « les produits s'échangent contre des produits » et la monnaie ne joue donc aucun rôle réel. Pour Pigou, les individus ne sont en aucun cas victimes d'une illusion monétaire.

Les nouveaux classiques (Lucas, 1972 ; Barro, 1980) rejoignent Friedman dans l'idée qu'une augmentation quelconque de la quantité de monnaie n'affecte ni l'emploi ni la production, lesquels demeurent à leur niveau naturel.

Ils montrent que toute augmentation ou diminution de la quantité de monnaie, lorsque les anticipations des agents économiques sont correctes, entraîne respectivement une inflation ou une désinflation, sans effet sur le chômage ou la production.

De nombreux théoriciens de l'économie réelle et monétaire contestent ainsi les effets positifs de la création monétaire sur la production et l'emploi au cours du temps. Cette conception remet en question la politique monétaire discrétionnaire ou conjoncturelle des pouvoirs publics.

La quantité abondante de monnaie en circulation n'affecte ni le chômage, ni l'inflation, ni la production à moyen et long terme (Friedman et Schwartz, 1963). Elle est même une source de déflation.

La Banque centrale doit accorder une aide de sauvetage à une banque commerciale solvable mais confrontée à un déficit de trésorerie (Bagehot, 1873). C'est un échange de liquidité contre une garantie en titre, notamment en obligation assorti d'un taux élevé de pénalité. Ce mécanisme a exacerbé le phénomène de la dérégulation financière, de la titrisation et des crises bancaires systémiques. C'est donc dans un contexte de défaillance des approches traditionnelles que les théories modernes ont été formulées. Elles portent sur une aide de dernier ressort apportée par la Banque centrale à une Banque en injectant la liquidité dans ses entrailles. Toutefois, lors d'une crise majeure, la Banque centrale n'est pas en mesure de distinguer une banque solvable d'une banque en défaillance de liquidité (Good hart, 1988). Le prêt de dernier ressort est bilatéral et discrétionnaire tandis- l'assouplissement quantitatif consiste pour la Banque centrale d'injecter la monnaie dans le système bancaire pour éviter sa faillite. A l'opposé, la Banque centrale accorde un crédit de sauvetage aux institutions financières de crédit pour éviter une contagion temporaire d'insolvabilité systémique.

Une crise de liquidité peut se transformer en crise de solvabilité lorsque la Banque centrale n'intervient pas dans le système bancaire (De Grauwe, 2013). Les résultats issus de cette étude empirique ont amené la BCE à adopter un programme d'achats de dettes souveraines pour stabiliser la situation financière dans la zone Euro. La Banque centrale est mandatée d'acheter des actifs financiers dépréciés et non liquides pour relancer le marché financier (Willem Bulter, 2007). Elle est obligée d'utiliser le crédit de dernier ressort pour éviter le gel total des marchés de capitaux (marché interbancaire, titrisation). Elle doit seulement prêter plus d'argent aux banques. Toutefois, le crédit de dernier ressort pousse les banques à prendre des risques excessifs en période de croissance économique. I s'agit d'un aléa moral (Hyman, 1985).

Dans cette perspective, les nouveaux théoriciens considèrent le crédit de dernier ressort comme un instrument macro prudentiel. L'intervention de l'Etat doit être accompagnée obligatoirement par une régulation en amont.

La théorie des jeux a été un modèle utilisé par les économistes (Rochet et Ives, 2004) pour montrer qu'une règle claire et prévisible sur le crédit de dernier ressort permet de priser les prophéties autoréalistes. Le Fonds monétaire international doit agir comme un prêteur de crédit de dernier ressort lors des crises de change ou de dette souveraine (Fischer, 1999). Néanmoins, son rôle est limité lorsqu'il doit battre de la monnaie d'une manière illimitée.

De plus, dans la zone BCE, des récentes études ont révélé que sans les prêts de dernier ressort, les banques privées de financement interbancaire auraient mis fin aux financements des entreprises. Les Banques centrales ont tendance à renforcer les institutions financières plutôt qu'à les liquider Goodhart et Schoemmarker, 1995).

Toutefois, le quantitative easing ne doit pas être confondu avec le crédit de dernier ressort. Le QE est un outil non conventionnel que la Banque centrale utilise pour relancer l'économie dans son ensemble à long terme par une fourniture de liquidité aux établissements de crédit. Il est adopté lorsque l'économie tombe dans la récession et le taux d'intérêt directeur se situe environ au niveau zéro. Pour ce qui concerne le crédit de dernier ressort lorsqu' une ou plusieurs banques commerciales sont solvables mais manquent temporairement de liquidité, la Banque centrale intervient pour sauver le système financier en accordant des crédits de sauvetage à court terme. Ces derniers consistent à acheter des collatéraux à court terme. Le remboursement est assorti du taux de guichet obligatoire des banques de second rang sur leurs comptes ouverts dans l'enceinte de la Banque centrale.

La distinction entre le QE et le prêt de dernier ressort peut être illustrée par un exemple comparatif. Des prêts d'urgence à court terme ont été accordés à Silicon Valley Bank (en Suisse) lorsqu'elle avait des ressources insuffisantes pour mener ses activités en 2008. Au cours de cette même période, la Fed et la BCE ont utilisé des programmes d'assouplissement quantitatif pour acheter des actifs financiers à long terme parfois toxiques afin de relancer l'activité économique en détresse causée par la faillite du système bancaire en 2008 ou la pandémie du Covid-19. Au même moment, le taux d'intérêt directeur nominal a subi une baisse de l'ordre de zéro. La Banque centrale lors des crises du système bancaire peut user un outil classique (le crédit de dernier ressort) ou non conventionnel (achat des obligations d'Etat) pour juguler une crise conjoncturelle ou structurelle. La politique monétaire de la Banque centrale utilise des instruments de nature et d'objectif différents pour stabiliser le système financier ou l'activité économique dans son ensemble.

Dans l'histoire du système à deux paliers, Mathilde et al. (2016) présente son contexte, ses mécanismes et enjeux. Pour ce qui concerne le contexte, les banques commerciales disposent d'un compte de dépôt des réserves obligatoires ouvert dans l'enceinte de la Banque centrale. Cette dernière exige, des banques commerciales, le dépôt d'un certain pourcentage des avoirs clientèles sur leurs comptes ouverts dans son enceinte. Cette somme constitue une garantie sécuritaire pour la banque commerciale de crédit de dernier ressort lorsqu'elle s'approche de la faillite.

De plus, les économistes français soutiennent cette idée et considèrent que l'hélicoptère monnaie peut-être un instrument de dernier ressort dans la politique monétaire d'une Banque centrale. Elle constitue une alternative politique de dernier ressort lorsque les canaux de transmission de la politique monétaire sont bouchés. Mario Draghi, président de la BCE en 2019 fustige les mérites du QE en concluant qu'il ne peut pas être le meilleur outil pour injecter l'argent dans l'économie et relancer l'activité économique. Les Banquiers centraux américains (Stanley et Philipp, 2019) proposent l'adoption d'hélicoptère monnaie à la zone euro. Cette pensée monétaire nécessite un recours à l'origine historique de la monnaie hélicoptère en tant qu'une forme spécifique de la politique monétaire non conventionnelle.

La conclusion principale issue des débats est que le QE reste une bonne option stratégique pour la relance économique dans un système financier où le marché boursier est développé. En exemple, le gouvernement burkinabè développe l'activité économique en comptant sur l'autofinancement des projets et des dépenses courantes. Depuis l'avènement de la révolution populaire et progressiste, l'émission des obligations d'Etat et leur vente permet au gouvernement de tirer son épingle du jeu. Ainsi les grands projets comme « Faso Mébo » sont exécutés avec succès et les dépenses budgétaires courantes sont satisfaites. Dans ce cas, le recours à l'émission de la monnaie hélicoptère et sa distribution peut être une solution de dernier ressort face une situation de trappe à la liquidité ou de crise humanitaire majeure. La politique monétaire de la Banque centrale quoique moins indépendante selon l'urgence temporelle et la nature du choc économique et social gagnerait à adopter la stratégie convenable à court, moins ou long terme. La politique monétaire non conventionnelle de la monnaie hélicoptère vient renforcer celle du QE selon la nature et l'ampleur du choc macroéconomique et humanitaire temporel. Dans sa politique monétaire non conventionnelle, la Banque centrale adopte souvent selon les circonstances l'opération de refinancement à long terme.

II. CREDIT DE DERNIER RESSORT DE LA BCEAO

II.1. Le crédit du guichet de prêt marginal de la BCEAO

Poursuivant ses efforts de soutien aux économies de l'Union, la BCEAO en accord avec l'Agence UMOA-Titres

a mis en place un guichet spécial de refinancement dénommé « Guichet de relance ». Toutes les Obligations de Relance émises par les Etats en 2021 sur le marché des titres publics sont éligibles à ce guichet. Ainsi, les banques de second rang pourront mobiliser sur ce guichet spécial des ressources pour une durée de six (6) mois renouvelable au taux minimum de soumission aux adjudications de la BCEAO, qui est actuellement de 2%.

En 2015, l'Institution centrale a entrepris la sensibilisation à propos de l'utilisation des ressources disponibles sur le guichet spécial de refinancement des crédits accordés aux petites et moyennes entreprises (PME/PMI). En outre, il a été affecté un montant de 25 milliards au fonds de bonification de la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD) pour permettre à celle-ci d'accorder une bonification de taux d'intérêt et d'augmenter le montant des prêts concessionnels aux Etats pour le financement des dépenses urgentes d'investissement et d'équipement dans le cadre de la lutte contre la pandémie (Banque mondial, 2017).

Une rétrospective sur l'impact de ces mesures en coordination avec les mesures de politiques budgétaires appliquées aux ménages et aux entreprises, montre que les résultats sont positifs.

Les crédits dernier ressort de la BCEAO sont représentés, à court et moyen terme, par les bons du Trésor. De manière générale, on distingue deux types de bons du Trésor selon leur durée et leur échéance.

Il existe des bons du Trésor à taux fixe dont l'échéance est inférieure à un an, correspondant au court terme. Il existe également une seconde catégorie de bons du Trésor dont la maturité est comprise entre 2 et 5 ans, correspondant au long terme.

Sur le marché financier, les États membres de la BCEAO émettent généralement des obligations d'État à long terme. Toutefois, ils peuvent également émettre des bons du Trésor à moyen ou long terme, en fonction de la situation économique du moment.

L'analyse du graphique ci-dessous montre que, de manière générale, les rachats de bons du Trésor publics effectués par la BCEAO sur la longue période 2012-2022 ont contribué à maintenir une production effective et des taux d'inflation relativement stables.

En effet, les effets de ces titres de créance négociables ont entraîné une baisse significative des prix des biens et services sur la période 2012-2019. À l'inverse, les prix ont augmenté sur la courte période 2019-2022, à la suite de l'apparition de la COVID-19, qui s'est propagée dans le monde entier par contagion.

Par ailleurs, les rachats de bons du Trésor par la BCEAO ont eu un impact très positif sur la croissance économique. Cette évolution se traduit par une progression positive du PIB réel entre 2012 et 2019, soit une augmentation de 4 points. Toutefois, cette tendance a été interrompue par l'arrêt de la production consécutif aux effets de la COVID-19 sur la santé des populations.

S'agissant des crédits à court et moyen terme, leurs effets ont eu un impact très positif sur le fonctionnement de l'économie. Les rachats de bons du Trésor par la banque centrale (BCEAO) ont contribué à une forte baisse des prix au cours de la période 2012-2014, soit une diminution moyenne de 1,27 %, contre une augmentation du PIB réel de 6,27 %.

À moyen terme, toutefois, la réduction des remboursements de bons du Trésor a entraîné une baisse des taux d'inflation, qui sont passés de 1 % en 2015 à 0,7 % en 2019. Sur la même période, le PIB réel est passé de 6,2 % à 6,6 %, soit une augmentation moyenne de 0,4 %.

Entre 2019 et 2022, en revanche, la diminution des crédits accordés à l'économie a entraîné une récession économique, remettant en question la stabilité observée au cours des années précédentes. L'instabilité économique résulte principalement de la crise sanitaire provoquée par la propagation de la pandémie de coronavirus dans la région.

En conséquence, la banque centrale a réduit ses concours à l'économie, diminuant ses rachats de bons du Trésor et procédant ainsi à des émissions moyennes de 7 %. Parallèlement, les crises sanitaire et financière ont entraîné une hausse du taux d'inflation, qui s'est établie en moyenne à 3,4 %, contre une baisse moyenne de 1,5 % du PIB réel.

Dans le cadre de sa politique monétaire, la BCEAO utilisé des instruments pour parvenir à la stabilité des prises. Dans cette analyse porte sur le crédit traditionnel sur le marché interbancaire et le prêt du guichet marginal. La BCEAO à l'instar des autres banques centrales du monde a été mandatée d'assurer la stabilité financière dans la zone UEMOA.

A cet effet, elle lance un appel d'offres quotidien sur le marché interbancaire pour accorder des crédits aux établissements de crédit, notamment aux banques commerciales. Ces dernières à leur tour accordent des prêts aux ménages pour leur consommation courante et aux entreprises pour répondre à la demande d'investissement et de production des biens de consommation d'équipements. La BCEAO prélève un taux d'intérêt directeur nominal appelé le ''Refi''. La durée du prêt est du ''jour au jour'' et le Refi est de 3%. La liquidité fournit par la BCEAO ou la Banque commerciale n'est pas suffisante pour répondre au bon fonctionnement de l'activité économique. Sur le marché monétaire, notamment bancaire, les établissements

de crédit à besoin de financement supplémentaire ont eu stratégies. Ils peuvent soient rencontrer les banques à excès de la liquidité pour bénéficier des emprunts inter-bancaire à court terme à taux d'intérêt de 6% dans l'UEMOA dont la maturée est d'un jour à une semaine. De plus les banques commerciales à confrontées au déficit de trésorerie font souvent recours au prêt de guichet marginal. La Banque centrale accorde. Cette aide supplémentaire à la banque commerciale à 6% pour une durée d'un jour à une semaine pour trois raisons. L'établissement de crédit est solvable mais il ne trouve pas suffisamment d'emprunts sur le marché inter-bancaire pour des raisons de rationnement de crédit. La banque commerciale est confrontée à un asséchement de liquidité pour répondre au besoin de liquidité des investisseurs. Toute fois la Banque Centrale limite son crédit de financement classique. Les autres sources de financements comme les dépôts clientèles sont asséchés. Dans un contexte de contraindre d'insuffisances des instruments de financement, la banque commerciale se désarme pas dans la zone BECAO. Elle se tourne vers le guichet de prêt marginale quoique son taux 5% soit supérieur à celui du ''Refi'' de 3% dans l'UEMOA.

Toutefois, les implications (avantages) du coût élevé du prêt marginal de guichet sont nombreux. Dans l'UEMOA, le coût fixé à 5% et les collatéraux à consentir pour bénéficier le crédit de dernier ressort contraignent les établissements de crédit à utiliser le crédit ordinaire de financement avec plus d'efficience. Face au coût élevé de l'aide de sauvetage, la BCEAO Oblige les établissements à excès de liquidité à accorder des crédits inter-bancaire pour assurer la stabilité du système bancaire dans son ensemble. Pour ce faire, la BCEAO a limité le volume de crédit de dernier ressort, car malgré son taux élevé de 5% celui-ci reste inférieur au taux du marché inter-bancaire de 6%. Les banques commerciales préféraient donc se rabattre sur le prêt du guichet marginal. Mais l'emprunt marginal, garantit par des collatéraux à un volume très restreint. Il est accordé aux banques en manque de liquidité pour accorder des crédits à la clientèle. La BCEAO veille au respect de création limite la masse monétaire, car le prêt de guichet marginal conduit l'économie vers la stabilité des prix lorsque cette aide respecte un volume restreint de création monétaire pour lutter contre l'inflation. Cette dernière est toujours un phénomène Monétaire. Elle tue l'activité économique.

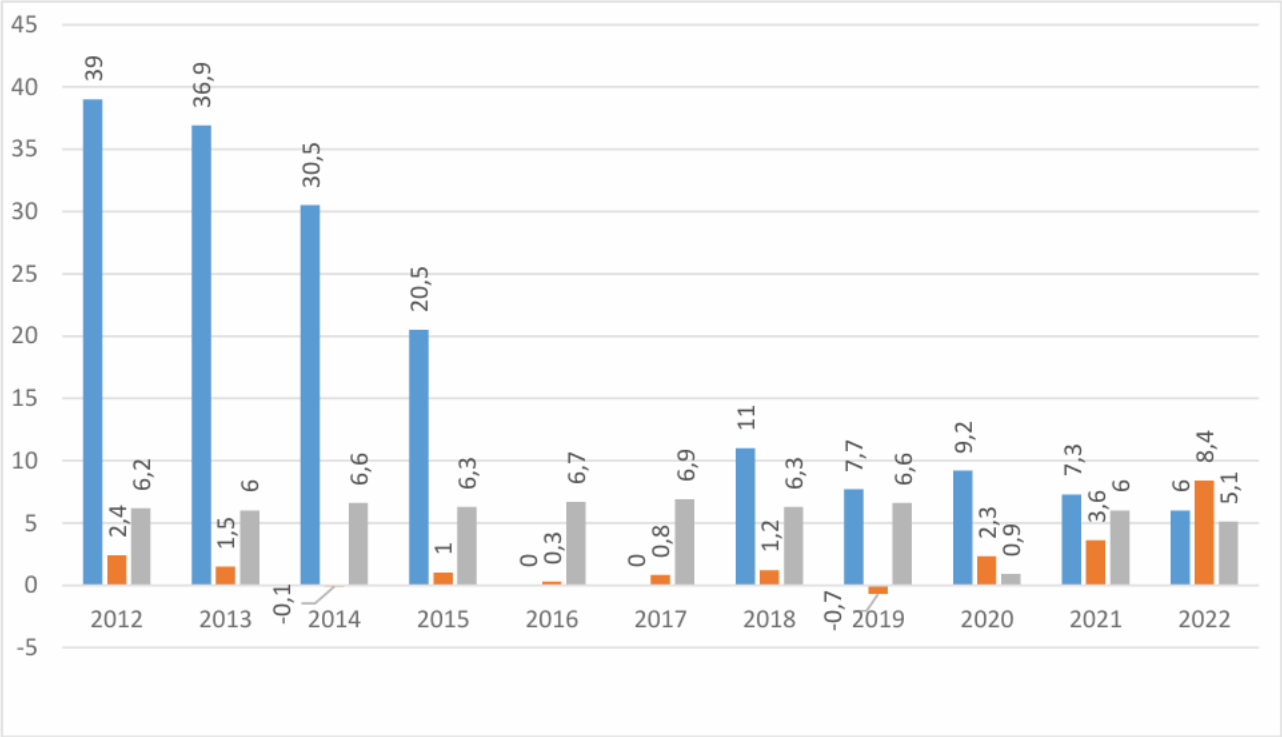
Lorsque la banque commerciale consent un accès difficile de crédit sur le marché inter-bancaire suite au taux élevé de 5% du prêt marginal et des garanties de collatéraux, elle répercute la réduction du volume de ses financements à l'économie. Sur, la demande de crédit clientèle. Cela contraint les ménages et les entreprises à emprunter moins de liquidité. La consommation et les investissements baissent. L'économie tombe dans la dépression.

- Le prêt marginal de sauvetage de la BCEAO comporte des limites. En effet, la BCEAO prête l'argent liquide à la banque commerciale confrontée à une difficulté de trésorerie. Toutefois cette action comportes des risques structurels. Le prêt de sauvetage conduit à une négligence de gestion des fonds propres, car l'établissement de crédits possède dans son carquois une flèche en cas de crise majeure appelée le prêt marginal de guichet. Il est donc confronté à un aléa moral (ou moral Hazard). Dans une logique comparatif, le taux de 5% du prêt marginal est plus élevé que le taux de financement traditionnel de 3% à court terme. Cette pénalité est positive appliquée selon la règle classique de Bagehot pour les banques commerciales qui n'ont pas une gestion rationnelle de leur emprunt classique. Lorsque la banque commerciale obtient un prêt marginal, elle doit offrir des titres d'Etat en collatéraux ou des créances saines et éligible pour couvrir la demande de financement. Il arrive que l'emprunt pendant la crise systémique ne possède pas ces titres. Cela contraint l'institution financières de crédit à renoncer l'opportunité de refinancement par aide de sauvetage. La BCEAO accorde le prêt marginal à une banque solvable mais confrontée à des difficultés de trésorerie. Pourtant le prêt est souvent destiné à une banque insolvable et illiquide. Il est difficile d'établir une frontière entre une banque illiquide et une banque insolvable. Cela conduit la Banque Centrale dans l'erreur d'injection de liquidité au profit d'une banque insolvable. L'aide de sauvetage crée la masse monétaire. Dans le circuit économique, lorsque le volume de liquidité devient élevé, un risque inflationniste est inhérent. Sur le marché inter-bancaire, lorsqu'une banque sollicite explicitement un prêt marginal, elle perd l'opportunité d'emprunt et cela conduit à une panique bancaire. Dans l'UEMOA, il existe des prêts de dernier secours assimilés au prêt marginal. De façon traditionnelle, le prêteur de dernier ressort repose sur la doctrine de Bagehot : fournir des liquidités d'urgence à court terme à un taux pénalisateur au banque solvable, illiquide mais présentant des garanties en collatéraux. S'appuyant sur les crises systémiques modernes (2008), crises des dettes souveraine, Covid 19, les banques centrales ont adapté le crédit de dernier ressort aux outils non conventionnels. Ces derniers agissent comme des crédits étendus à l'ensemble des marchés ou des acteurs non bancaires. Parmi les outils non classiques, les plus importants sont l'assouplissement quantitatif et

qualitatif ; les opérations de refinancement à long (LTRO) et (TLTRO) ; l'élargissement des collatéraux et les procédures d'allocation intégrale ; l'aide d'urgence à la liquidité (Emergency liquidity Assistance-ELA) ; et enfin les lignes de swaps de devises entre banques centrales.

Graphique : Évolution du crédit à court terme par rapport au PIB réel et à l'indice des prix, en %, sur la période 2012-2022.

Sur ce graphique, les bons du Trésor sont représentés en bleu, l'indice des prix en orange et le PIB réel en gris.



Source : Auteur

II.2. Approche méthodologique

Dans cette section, nous présentons les tests préliminaires, les méthodes d'estimation, les sources des données, les modèles économétriques à estimer ainsi que les résultats obtenus.

Test de dépendance interindividuelle

Dans l'analyse des données de panel, le test de dépendance transversale constitue une étape méthodologique essentielle, car il permet de déterminer le choix des estimateurs économétriques appropriés.

Dans la littérature, deux tests sont principalement utilisés : le test du multiplicateur de Lagrange (LM) de Breusch et Pagan (1980) et le test de Pesaran (2004). Toutefois, lorsque la dimension temporelle est supérieure à la dimension individuelle, le test du multiplicateur de Lagrange doit être privilégié.

Ce test consiste à confronter l'hypothèse nulle d'indépendance entre les individus à l'hypothèse alternative de dépendance entre les individus.

Le tableau 1 présente les résultats du test pour les trois modèles. La p-value est supérieure à 0,05 dans les deux modèles, ce qui indique une absence de dépendance entre les individus du panel.

En effet, cette étude estime deux modèles : un premier modèle (1), dans lequel l'inflation constitue la variable dépendante, et un second modèle (2), dans lequel la croissance économique constitue la variable dépendante.

Tableau 1 : Test d'indépendance de Breusch et Pagan (1980)

	(1)	**(2)**
Stat ch(2)	112.823	125.769
P-value	0.161	0.824

Source : Author, based on results obtained using Stata software

Tests de racine unitaire

Étant donné que les résultats du test d'indépendance ont indiqué que les observations du panel sont indépendantes, les tests de première génération sont appropriés dans ce contexte. Par conséquent, nous retenons le test de première génération d'Im, Pesaran et Shin (2003), non seulement en raison de sa spécification hétérogène de la racine autorégressive, mais également parce qu'il est adapté aux données macroéconomiques.

Les résultats du test, présentés dans le tableau ci-dessous, indiquent que les variables de croissance économique et de stabilité politique sont stationnaires en niveau, tandis que les autres variables sont stationnaires en première différence.

Dans de telles circonstances, il peut exister une relation de cointégration entre les variables du panel.

Tableau 2 : Résultats du test de stationnarité d'Im, Pesaran et Shin (2003)

Variables	Test d'Im Pesaran et Shin		Decision
	At level	First difference	
Economic growth	-1.899** (0.010)		I(0)
Inflation	-1.192 (0.994)	-3.262*** (0.000)	I(1)
Investment	-0.711 (1.000)	-2.593*** (0.000)	I(1)
Public expenditures	-1.903 (0.274)	-4.179*** (0.000)	I(1)
Political stability	-3.373*** (0.000)		I(0)

Note: The values in parentheses are p-values; (**) and [***] indicate, respectively, the rejection of the null hypothesis of the existence of a unit root at the (5%) and [1%] significance levels.

Source: Author, based on results obtained using Stata software

Test de cointégration

Le test de cointégration est utilisé afin de déterminer s'il existe une relation de long terme entre les variables du modèle. Il convient de noter que les premiers tests de cointégration proposés pour les données de panel excluaient a priori non seulement l'existence de relations de cointégration entre les individus, mais plus généralement l'existence de toute dépendance entre les individus (Mignon et Hurlin, 2007).

Dans notre cas, les tests de première génération, qui supposent l'indépendance interindividuelle, sont appropriés. Nous appliquons donc le test de cointégration de Kao (1999).

Les résultats présentés ci-dessous sont obtenus à partir du test de Kao (1999). Ils indiquent que, pour l'ensemble du panel, il existe une cointégration entre les variables, traduisant l'existence d'une relation de long terme entre les variables explicatives et la variable dépendante pour chacun des deux modèles.

Tableau 3 : Résultats du test de cointégration

	Modèle 1	Modèle 2
Modified Dickey-Fuller t	-5.7185***	-6.6471***
Dickey-Fuller t	-4.3874***	-5.0631***
Augmented Dickey-Fuller t	-5.7129***	-6.5440***
Unadjusted modified Dickey-Fuller t	-8.0699***	-9.4379***
Unadjusted Dickey-Fuller t	-5.0476***	-5.7742***

Notes : [***] indicates rejection of the null hypothesis of non-cointegration of the variables at the [1%] significance level.

Source : Author, based on results obtained using Stata software

Méthodes d'estimation

Deux méthodes d'estimation sont utilisées sur les données de panel : la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) pour l'analyse de la relation à court terme et la méthode des moindres carrés dynamiques (DOLS) pour l'analyse de la relation à long terme.

La première méthode prend en compte l'hétérogénéité des données et nécessite de distinguer les modèles à effets fixes des modèles à effets aléatoires. Le test de Hausman a été appliqué afin de choisir entre les effets spécifiques fixes et aléatoires. Les résultats de ce test indiquent que, dans la plupart des régressions, l'estimateur du modèle à effets aléatoires — l'estimateur des moindres carrés généralisés ou estimateur Between — présente une variance plus faible que celle du modèle à effets fixes — l'estimateur Within.

Par conséquent, nous retenons le modèle à effets aléatoires et l'estimons à l'aide de l'estimateur des moindres carrés généralisés (MCG).

La méthode des moindres carrés modifiés (FMOLS), initialement proposée par Phillips et Hansen (1990), puis développée par Phillips (1995) et Pedroni (1996), ainsi que la méthode des moindres carrés dynamiques (DOLS) proposée par Kao et Chiang (1998), permettent de corriger le biais d'endogénéité pour les petits échantillons.

Toutefois, à l'aide de simulations de Monte Carlo, Kao et Chiang (2001) réalisent une évaluation comparative des estimateurs fournis respectivement par les méthodes FMOLS et DOLS sur de petits échantillons, afin d'estimer les relations de cointégration à partir de données de panel à la fois homogènes et hétérogènes.

Ils concluent que, pour les petites tailles d'échantillon, l'estimateur DOLS est plus performant que l'estimateur FMOLS. Pour cette raison, nous estimons la relation de cointégration à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires dynamiques (DOLS).

Sources des données

Les données utilisées dans cette étude proviennent de la BCEAO et de la base de données WDI (2022) de la Banque mondiale. Elles couvrent la période 2000-2022 et concernent 7 pays de l'UEMOA. La Guinée-Bissau est exclue en raison de l'insuffisance des données disponibles.

Modèles économétriques et présentation des résultats

Le premier modèle économétrique que nous estimons est dérivé d'un modèle de détermination de l'inflation et s'écrit comme suit :

$$INF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STC_{i,t} + \beta_1 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Où INF désigne le taux d'inflation mesuré par l'indice des prix à la consommation, STC désigne le crédit à court terme et X représente un vecteur de variables de contrôle composé de la croissance économique, de l'investissement, des dépenses publiques et de la stabilité politique.

Nous estimons ce modèle à la fois à court et à long terme.

Les résultats de l'estimation du modèle (1) à l'aide de la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) sont présentés dans le tableau 4. Le coefficient associé à la variable STC (bons du Trésor) est positif (0,1429) et significatif au seuil de 1 % (*Prob < 0,01*).

Cela signifie qu'à court terme, les bons du Trésor constituent une source d'inflation dans l'UEMOA.

Tableau 4 : Effets estimés des bons du Trésor sur l'inflation à court terme

Variables	Inflation
Short-terme credit	0.1429*** (0.004)
Economic growth	0.1246 (0.672)
Investment	0.8645*** (0.081)
Public expenditures	-0.0664 (0.855)
Political stability	-11.8078*** (0.000)
Constant	59.5608*** (0.000)
Observation	145
R-squared	0.6077

(***) significant at 1% threshold, (**) significant at 5% threshold, (*) significant at 10% threshold.

Source : *Auteur, à partir des résultats obtenus avec le logiciel Stata*

Les résultats de l'estimation du modèle (1) par la méthode des moindres carrés dynamiques (DOLS) sont présentés dans le tableau 5. Le coefficient associé à la variable STC (bons du Trésor) est positif (0,0953) et significatif au seuil de 5 % (*Prob < 0,05*).

Cela signifie qu'à long terme, les bons du Trésor constituent une source d'inflation dans l'UEMOA.

Toutefois, nous constatons que la valeur du coefficient associé à la variable STC diminue à long terme. Cela signifie que les effets des bons du Trésor, qui correspondent à des crédits à court terme, sur l'inflation sont plus importants à court terme qu'à long terme.

Tableau 5 : Effets estimés des bons du Trésor sur l'inflation à long terme (DOLS)

Variables	Inflation
Short-terme credit	0.0953** (0.011)
Economic growth	-0.4396 (0.609)
Investment	1.3321*** (0.000)
Public expenditures	-0.9475** (0.031)
Political stability	-8.0322*** (0.000)
Constant	69.2201*** (0.000)
Observation	142
R-squared	0.6179

(***) significant at 1% threshold, (**) significant at 5% threshold, .(*) significant at 10% threshold.

***Source :** Auteur, à partir des résultats obtenus avec le logiciel Stata.*

Le deuxième modèle économétrique que nous estimons est un modèle de croissance économique :

$$GDP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STC_{i,t} + \beta_1 Y_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (2)$$

Où PIB désigne le taux de croissance économique, STC représente le crédit à court terme et Y désigne un vecteur de variables de contrôle comprenant l'inflation, l'investissement, les dépenses publiques et la stabilité politique. Nous estimons ce modèle à la fois à court et à long terme.

Les résultats de l'estimation du modèle (2) à l'aide de la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) sont présentés dans le tableau 6. Le coefficient associé à la variable STC (bons du Trésor) est positif (0,0521) et significatif au seuil de 1 % (*Prob < 0,01*).

Cela signifie qu'à court terme, les bons du Trésor constituent un facteur de croissance économique dans l'UEMOA.

Tableau 6 : Impact estimé des bons du Trésor sur la croissance économique à court terme

Variables	Economic growth
Short-term credit	0.0521*** (0.000)
Investment	0.1672*** (0.000)
Public expenditures	-0.2545** (0.019)
Inflation	-0.0051 (0.942)
Political stability	1.0544*** (0.002)
Constant	0.9922 (0.543)
Observation	145
R-squared	0.2268

(***) significant at 1% threshold, (**) significant at 5% threshold, (*) significant at 10% threshold.

Source : Auteur, à partir des résultats obtenus avec le logiciel Stata.

Les résultats de l'estimation du modèle (2) par la méthode des moindres carrés dynamiques (DOLS) sont présentés dans le tableau 7. Le coefficient associé à la variable STC (bons du Trésor) est positif (0,0176) et significatif au seuil de 5 % (*Prob < 0,05*).

Cela signifie qu'à long terme, les **bons du Trésor constituent un facteur de croissance économique dans l'UEMOA**.

Toutefois, nous constatons que la valeur du coefficient associé à la variable STC diminue à long terme. Cela signifie que les effets des bons du Trésor, qui correspondent à des crédits à court terme, sur la croissance économique sont plus importants à court terme qu'à long terme.

Tableau 7 : Résultats de l'estimation des effets des bons du Trésor sur la croissance économique à long terme (DOLS)

Variables	Economic growth
Short-terme credit	0.0176** (0.021)
Investment	0.1408** (0.019)
Public expenditures	-0.1378 (0.154)
Inflation	-0.1994 (0.346)
Political stability	-0.0985 (0.815)
Constant	2.0833 (0.301)
Observation	142
R-squared	0.4294

(***) significant at 1% threshold, (**) significant at 5% threshold, (*) significant at 10% threshold.

Source : Auteur, à partir des résultats obtenus avec le logiciel Stata

Discussion des résultats

Les résultats montrent que les bons du Trésor, assimilés aux crédits de prêteur en dernier ressort, qu'ils proviennent du marché monétaire à court terme ou du marché financier à long terme, ne contribuent pas globalement à améliorer la stabilité économique. Les crédits de prêteur en dernier ressort à court et à long terme sont à l'origine d'un biais inflationniste. En revanche, ils contribuent à accroître le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) réel à travers une augmentation de la production effective.

Les résultats montrent que les crédits de refinancement à court et à long terme accordés en dernier ressort et adossés aux bons du Trésor ne contribuent pas à la stabilité économique lorsque le plein emploi n'est pas encore atteint. Dans l'ensemble, ils contredisent la thèse de Keynes (1936). Celui-ci considère que lorsque les taux d'intérêt nominaux de la banque centrale et les taux d'intérêt réels du marché des capitaux sont faibles, la croissance monétaire entraîne de l'inflation lorsque le plein emploi est déjà atteint. Dans ce contexte, la production cesse d'augmenter.

Cependant, la banque centrale doit maintenir le taux d'intérêt nominal à un niveau faible, car toute augmentation de celui-ci entraînerait une déflation, incompatible avec l'investissement et l'inflation. Ce taux ne doit pas descendre en dessous de zéro, car à ce niveau, la stabilité économique serait compromise.

Les résultats de cette étude confirment la thèse selon laquelle les crédits de refinancement en dernier ressort à court terme stimulent la croissance économique tant que le plein emploi n'est pas atteint et que la production globale demeure supérieure à l'augmentation de la quantité de monnaie (Keynes, 1936).

Toutefois, puisque la masse monétaire générée par le crédit entraîne de l'inflation à court et à long terme, la stabilité des prix et l'augmentation parallèle de la production globale ne peuvent être réalisées, et, par extension, la stabilité économique dans son ensemble ne peut être garantie.

Les monétaristes, tels que Friedman et Schwartz (1963), partagent cette conception, notamment en l'absence d'anticipations rationnelles. La politique économique, composée des politiques budgétaire et monétaire, constitue une méthode de gestion à court terme fondée sur des règles discrétionnaires. Celles-ci sont inefficaces, car elles conduisent à des biais inflationnistes et à un manque de transparence.

Toutefois, elles permettent d'intervenir de manière ponctuelle, l'objectif étant d'assurer la stabilité de l'activité économique. Dans deux études essentiellement empiriques, ces auteurs ont observé des relations négatives à court et à long terme entre les variables monétaires et économiques.

Selon Friedman et Schwartz (1963), la masse monétaire générée par la politique monétaire entraîne de l'inflation à court comme à long terme. Ils l'ont démontré dans une étude portant sur la relation entre la quantité de monnaie et la croissance monétaire aux États-Unis sur une longue période allant de 1870 à 2000.

En effet, au cours de cette longue période, l'augmentation de la monnaie résultant des crédits de prêteur en dernier ressort devrait stimuler la croissance. À l'inverse, la croissance monétaire a été suivie d'une hausse de l'inflation à long terme, notamment au cours des années 1970. Au cours des décennies durant lesquelles les crédits de prêteur en dernier ressort étaient faibles, comme dans les années 1930, les taux d'inflation sont demeurés stables. La corrélation entre les deux variables est positive et significativement différente de zéro, avec une valeur de +0,79.

En outre, les auteurs ont réalisé des études en Turquie et en Biélorussie, ainsi qu'en Suisse et à Singapour. Dans les deux premiers pays, des taux élevés de croissance monétaire correspondaient à des taux d'inflation élevés. En revanche, en Suisse et à Singapour, de faibles taux de croissance monétaire correspondaient à de faibles taux d'inflation. La corrélation observée entre 2000 et 2010 était de +0,61.

Les vérifications des travaux empiriques de Friedman et Schwartz (1963) ont montré que la croissance monétaire n'affecte pas les variables économiques réelles à court ou à long terme.

À long terme, Mankiw (2013) a utilisé un modèle classique afin de vérifier si des taux de croissance monétaire élevés aux États-Unis correspondaient à des augmentations des taux d'inflation sur la période 1870-2000. Les variables monétaires n'affectaient que les variables nominales de l'économie et non les variables réelles, telles que les prix, les salaires, la production et l'emploi, à long terme. Il a qualifié ce phénomène de dichotomie classique.

Dans ce contexte, le crédit de dernier ressort est déconnecté de la sphère réelle de l'économie uniquement à long terme. Il a observé qu'en Biélorussie, en Turquie et à Singapour, en l'absence de rigidité nominale des prix, des salaires et de la production, les variables monétaires affectent les variables réelles de l'économie à court terme.

Cette relation est désormais admise par les macroéconomistes néokeynésiens. Pour ces derniers, la monnaie n'est pas neutre et le crédit de dernier ressort affecte les variables économiques réelles à court et à long terme.

Par ailleurs, les précurseurs de la nouvelle macroéconomie classique considéraient que la politique monétaire était neutre au cours du temps, en raison des anticipations rationnelles des agents économiques, notamment à court terme. Ils estimaient que les prix sur les marchés des biens et services sont en équilibre de manière permanente. Selon eux, toute variation des prix entraîne une variation de l'offre et de la demande de biens et services.

Cependant, Lucas, membre du courant de la nouvelle macroéconomie classique, conclut dans ses travaux que la monnaie exerce un effet relativement faible et peu significatif sur la production globale à court terme et qu'elle n'est donc pas neutre.

Néanmoins, les nouveaux classiques préconisent l'abandon des politiques discrétionnaires, c'est-à-dire des politiques conjoncturelles. À l'instar de Friedman, ils estiment que l'État aurait intérêt à adopter des politiques monétaires et budgétaires fondées sur des règles de long terme, considérant qu'elles sont plus efficaces et moins instables que les politiques économiques conjoncturelles.

Par ailleurs, dans les années 2021, l'Allemagne a émis de la monnaie afin de réduire sa dette à la suite d'un déficit budgétaire. Cette politique monétaire a généré un biais inflationniste (Mishkin, 2010).

En outre, dans les années 2023, l'Allemagne a dû payer des réparations à la suite de son invasion de la France pendant la Première Guerre mondiale. Face à la détérioration du déficit budgétaire, la banque centrale a décidé d'émettre davantage de monnaie. Cette nouvelle offre monétaire a conduit à une hyperinflation d'environ un million de pour cent. L'inflation a toujours une origine monétaire (Friedman, 1963).

Enfin, à partir des résultats de cette étude, nous déduisons qu'ils sont davantage conformes à la thèse des économistes néokeynésiens, selon laquelle la quantité de monnaie affecte la stabilité économique à court et à long terme en l'absence de rigidités des prix des actifs économiques et financiers ainsi que des salaires.

En revanche, ces résultats sont partiellement conformes aux thèses monétaristes et à celles des partisans de la nouvelle macroéconomie classique. Ainsi, la conclusion générale sur cette problématique pourrait contribuer à clarifier le lien entre l'hypothèse principale défendue et la pensée des macroéconomistes néokeynésiens.

CONCLUSION

L'objectif de cet article était d'évaluer l'efficacité des crédits de prêteur en dernier ressort à court terme accordés par la BCEAO pour garantir la stabilité économique dans l'UEMOA.

Les données utilisées proviennent de la BCEAO et de la base de données WDI (2022) de la Banque mondiale. Elles

couvrent la période 2000-2022 et concernent sept pays de l'UEMOA.

Deux méthodes d'estimation sur données de panel ont été utilisées : la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) pour l'analyse de la relation à court terme et la méthode des moindres carrés dynamiques (DOLS) pour l'analyse de la relation à long terme.

Les analyses révèlent que le crédit de prêteur en dernier ressort est un instrument aux effets contrastés. À court terme, bien qu'il contribue significativement à stimuler la croissance économique, il génère également des pressions inflationnistes importantes. À long terme, les effets inflationnistes, bien que toujours présents, sont relativement atténués, tandis que l'impact sur la croissance économique demeure positif, mais moins prononcé que celui observé à court terme.

Ces résultats montrent que le crédit de prêteur en dernier ressort constitue un levier efficace pour soutenir l'activité économique, mais que son utilisation s'accompagne de risques inflationnistes qui doivent être maîtrisés.

À la lumière des résultats obtenus, plusieurs recommandations de politique économique peuvent être formulées afin de maximiser les effets positifs des crédits de prêteur en dernier ressort de la BCEAO tout en limitant leurs effets indésirables.

La BCEAO devrait cibler plus rigoureusement l'octroi des crédits en définissant des critères stricts et en orientant ces financements vers des secteurs stratégiques tels que l'agriculture, les infrastructures et les industries locales, afin de stimuler une croissance durable et de réduire la vulnérabilité aux chocs exogènes.

Une meilleure coordination entre les politiques monétaire et budgétaire est également nécessaire afin d'harmoniser les efforts de stabilisation macroéconomique.

Parallèlement, des instruments complémentaires, tels qu'une augmentation des réserves obligatoires et des opérations de stérilisation, devrait être mobilisés afin de limiter l'excès de liquidité et de maîtriser l'inflation.

Enfin, la diversification économique est essentielle pour réduire la dépendance aux importations et aux matières premières, renforçant ainsi la résilience des économies de l'UEMOA.

Ces mesures permettraient de concilier croissance économique et stabilité des prix dans la région.

Déclarations

La recherche ayant conduit à ces résultats n'a bénéficié d'aucun financement.

Les auteurs de cette recherche déclarent n'avoir aucun intérêt financier ou non financier pertinent à divulguer.

References

1. Agenor, P. R. (2010). A theory of infrastructure-led development. Journal of Economic Dynamics and Control, 34(5), 932-950.
2. Bagehot (1873) formule une doctrine dans son livre « Lombard Street » selon laquelle, la Banque Centrale comme la Banque d'Angleterre doit intervenir en cas de panique financière pour fournir des liquidités au système bancaire.
3. Baldwin, R., & Mauro, B. W. (2020). Economics in the Time of COVID-19. CEPR Press.
4. Barro, R. J. (1980). A Capital Market in an Equilibrium Business Cycle Model. Econometrica, 48(6), 1393-1417. doi:10.2307/1912829 .
5. Blanchard, O. (2019). Macroeconomics (éd. 8e). Pearson Education.
6. Blanchard, O. (2020). Fiscal policy under low interest rates. The Manchester School Lecture.
7. Charles Goodhart (1988) publie son premier ouvrage intitulé ''the Evolution of Central Bank''.
8. Collier, P. (2007). The Bottom Billion: Why the Poorest Countries are Failing and What Can Be Done About It. Oxford University Press.
9. Diby, A., & Koné, H. (2019). Analyse des politiques monétaires en Afrique de l'Ouest : Le cas de la BCEAO. African Journal of Economic Policy, 26(3), 12-35.
10. Friedman, M. (1961). The lag in effect of monetary policy. Journal of Political Economy, 69(5), 447-466.
11. Friedman, M. (1963). nflation: Causes and Consequences. Asia Publishing House.
12. Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). A Monetary History of the United States. Princeton University Press, 1867-1960.
13. Goodhart et Drik 1995 l'article de Charles Goodhart et Dirk Schaenmaker (1995) intitulé « Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be separated ? » Oxford Economic papers .
14. Hymen Minsky (1985) article majeur « Money and the Lender of Last Resort » publié dans la revue Challenge.

15. Jean Charles Rochet et Xaxier Vives article coordination Failures and the Lender of Last Resort : Was Bagehot Right After all ? publié en 2004. Revue : Journal of thr European Economic Association, volume et Numéro : vol.2. N°6, page : 1116-1147. Date précise : Décembre 2004.

16. Kao, C., & Chiang, M. (1998). On the Estimation and Inference of a Cointegrated Regression in Panel Data. Working Paper, Center for Policy Research, Syracuse University.

17. Kao, C., & Chiang, M. (2000). On the estimation and inference of a cointegrated regression in panel data. Advances in Econmetrics, 179-222.

18. Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest, and Money. Palgrave Macmillan.

19. Lucas, R. E. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. Journal of Economic Theory, 4(2), 103-124. doi:10.1016/0022-0531(72)90142-1 .

20. Mankiw, N. G. (2013). Macroeconomics (éd. 8e). Worth Publishers.

21. Mishkin, F. S. (2010). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets (éd. 9e). Pearson Education.

22. Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review, 51(4), 657-665.

23. Paul De Grauwe (2013) the european Central Bank as lender of last ressort in the gouvernement band market dans la revue CES Economic Studies.

24. Pedroni, P. (1996). Fully Modified OLS for Heterogeneous Cointegrated Panels and the Case of Purchasing Power Parity. Indiana University working papers in economics N°96020.

25. Phillips. (1995). Nonstationary time series and cointegration. Journal of Applied Econometrics, 10, 87-94.

26. Phillips, P. C., & Hansen, B. E. (1990). Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with I(1) Processes. Review of Economic Studies, Wiley Blackwell, 57(1), 99-125.

27. Pigou, A. C. (1912). Wealth and Welfare. Macmillan and Co.

28. Ricardo, D. (1817). On the Principles of Political Economy and Taxation. John Murray.

29. Rodrik, D. (2004). Industrial Policy for the Twenty-First Century. CEPR Discussion Paper No. 4767.

30. Stanley Fischer : l'article emblématique de Stanley Fischer sur le rôle de prêteur en dernier ressort intitulé : « on the Need For an International Lender of Last Ressort. Il a été publié à l'autom 1999 Volum 13, numéro 4, Revue academique Journal of Economie perspectives.

31. Say, J.-B. (1803). Traité d'économie politique. Deterville.

32. Smith, A. (1776). An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. W. Strahan and T. Cadell.

33. Willam Bulter, économiste a conceptualisé la nation de « Market Maker of Last Resort contribution our Financial Times/ National Bureau of Economic Research » '' the Central Bank as the market Maker of last resort to market maker of last resort'' co-écrit, avec Anne Sibert et publié le 13 Août 2007 sur la plateforme Vox EU/ CEPR.