

# Les enjeux des politiques monétaires dans les pays en développement

*Patrick et Sylviane GUILLAUMONT\**

*Professeurs à l'Université de Clermont I - CERDI*

Les idées sur le développement sont sujettes à des modes et, comme les modes, connaissent des périodes de déclin, puis de renouveau. Ainsi en est-il du rôle du financement intérieur dans le développement. Il y a plus de trente ans, A. Lewis affirmait qu'un des problèmes essentiels du développement était de faire passer le taux d'épargne de 5 % à 15 ou 20 %. Bien des écrits des années cinquante manifestent l'intérêt central porté alors à la mobilisation de l'épargne et à l'investissement. Par la suite, l'intérêt s'est déplacé vers les facteurs complémentaires de l'investissement : travail, qualification, santé, institutions, puis le besoin d'une épargne intérieure importante fut ressenti de façon moins vive en raison de l'accent mis sur les contraintes en devises et, au cours des années soixante-dix, à cause de la facilité avec laquelle il fut possible de recourir à l'endettement extérieur.

97

On connaît la suite. Lorsque vinrent les difficultés du service de la dette et qu'apparurent les nécessités de l'ajustement, les mérites de l'épargne intérieure apparurent de nouveau, d'abord pour assurer le service de la dette, puis pour suppléer l'épargne extérieure défaillante. En effet une fois assurée la première phase de l'ajustement, c'est-à-dire la stabilisation, ce qui fut fait dans beaucoup de pays notamment en Afrique, une seconde phase a été engagée, qualifiée d'ajustement structurel, qui vise essentiellement à assurer à moyen terme un équilibre de la balance des paiements compatible avec une croissance soutenue ; l'ajustement structurel a été recherché au moyen d'une meilleure gestion de l'économie, c'est-à-dire par l'élimination des gaspillages et d'une façon plus générale par une meilleure allocation des ressources. Ces progrès vers plus de rationalité économique, attendus d'un meilleur fonctionnement de l'économie de marché, prennent du temps et n'ont pas porté jusqu'à présent les fruits espérés en matière de croissance économique. Pour

\* Cet article est une version révisée d'une communication présentée au « Symposium sur l'union monétaire face aux défis du financement du développement et de l'intégration économique » organisé par la BCEAO pour le XXV<sup>e</sup> anniversaire de l'UMOA à Dakar, les 19 et 20 octobre 1987.

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

nécessaires qu'ils soient, ils ne sont sans doute pas suffisants et doivent être confortés par une reprise de l'investissement. C'est pourquoi, aujourd'hui de nouveau, l'investissement apparaît comme un objectif essentiel de la politique économique. Tel est le cas particulièrement en Afrique où dans beaucoup de pays le taux d'investissement a profondément chuté et où dans de nombreux secteurs le capital n'est pas renouvelé (voir *FMI, 1987, p. 14*).

Pour assurer à la fois un niveau d'investissement satisfaisant et un fonctionnement efficace de l'économie, les conditions monétaires sont essentielles. Alors que dans le passé des auteurs appartenant à des courants de pensée assez différents avaient pu voir dans l'inflation un facteur favorable à la croissance, cette idée ne me paraît plus guère soutenue aujourd'hui. En effet des leçons ont pu être tirées de l'expérience des pays qui ont connu une inflation rapide, leçons que confortent des analyses économétriques récentes : lorsque pour un échantillon de nombreux pays en développement le taux de croissance sur une période moyenne ou longue est mis en relation avec divers facteurs, dont le taux d'inflation, le coefficient du taux d'inflation apparaît négatif (voir *Hwa 1983, Landau, 1986, Fry et Lilien, 1986, Azam, Guillaumont P. et S., 1987*). S'il peut exister un effet positif de l'inflation sur le revenu celui-ci n'est sans doute qu'éphémère. Il convient donc de voir pourquoi il n'y a pas d'antinomie, comme on l'a souvent supposé, entre une politique de stabilité monétaire et la croissance économique et comment une telle politique peut au contraire contribuer à la croissance économique, au point d'apparaître comme un élément essentiel de la politique d'ajustement structurel.

On a vu que les deux aspects principaux d'une politique d'ajustement structurel sont aujourd'hui la mobilisation des ressources internes pour l'investissement et un fonctionnement plus efficace de l'économie. Nous allons voir comment la politique monétaire contribue à ces deux éléments de l'ajustement structurel.

98

---

### **POLITIQUE MONÉTAIRE ET MOBILISATION DE L'ÉPARGNE**

---

Comment la politique monétaire contribue-t-elle à la mobilisation de l'épargne ? Cette question renvoie à deux débats importants relatifs aux effets que l'inflation peut exercer sur le taux d'épargne, d'une part à travers la répartition des revenus, d'autre part via la rémunération de l'épargne financière. La première controverse est relative à la possibilité et aux inconvénients d'une épargne forcée monétaire, la seconde au rôle respectif des taux d'intérêt et des innovations financières dans la détermination du taux d'épargne privée.

Ces deux débats doivent être situés par rapport aux recherches qui d'une façon plus générale examinent les facteurs de l'épargne dans les pays en développement. Parmi les divers facteurs qui, en analyse transversale, apparaissent expliquer les différences de taux d'épargne moyen entre les pays, l'un d'eux est le taux d'inflation, facteur négatif (relation établie par M. Boissonnade et S. Guillaumont, 1988, sur un échantillon de 54 pays et la moyenne des années 1979-1980-1981). Cet effet négatif de l'inflation sur l'épargne peut résulter des deux effets de l'inflation qui font l'objet des deux controverses indiquées et que nous examinons maintenant.

#### **LES ILLUSIONS DE L'ÉPARGNE FORCÉE MONÉTAIRE**

Un effet positif de l'inflation sur l'épargne, correspondant à un mécanisme d'épargne forcée, est parfois attendu de la modification de la répartition des revenus due à l'inflation. En bref, l'inflation accroît le taux global d'épargne si elle influence la

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

répartition des revenus au profit de catégories ayant un taux marginal d'épargne plus élevé que celui des autres catégories. La répartition des revenus peut être modifiée de plusieurs façons par l'inflation.

### **Épargne des entreprises et épargne des salariés**

Traditionnellement on considère que l'inflation avantage les titulaires de profit au détriment des salariés et que le taux marginal d'épargne des premiers, c'est-à-dire la part des bénéfices des entreprises servant à l'autofinancement, est supérieur au taux d'épargne des salariés. Ainsi par ce transfert de revenu, l'inflation accroîtrait le taux d'épargne global. Les hypothèses sur lesquelles repose ce raisonnement sont incertaines. Il n'est pas sûr que les entreprises puissent accroître leur prix plus que leurs coûts en période d'inflation : elles sont d'autant moins à même de le faire qu'elles sont davantage soumises à la concurrence étrangère (en régime de change fixe l'inflation augmente le prix des biens domestiques, non soumis à la concurrence étrangère, donc les salaires, sans élever le prix des biens internationaux qui dépend de leur niveau mondial). Telle est la situation de nombreuses économies sous-développées de petite dimension. Il n'est pas certain d'autre part, que si des profits accrus sont réalisés par les entreprises, ceux-ci soient transformés en autofinancement. Dans les entreprises transnationales notamment, les investissements ne sont pas directement fonction des profits réalisés localement.

### **Épargne urbaine et épargne rurale**

Cette distinction traditionnelle de la théorie économique entre salaires et profits n'intéresse, dans les pays en voie de développement, notamment en Afrique, qu'une fraction de l'économie constituée par le secteur industriel moderne, la plus grande partie de l'économie demeurant paysanne. C'est pourquoi la division la plus pertinente est ici entre revenus urbains et revenus ruraux. L'inflation contribue sans doute à accroître les revenus urbains au détriment des revenus ruraux, donc à augmenter le « biais urbain ». En effet les prix des produits agricoles sont soit administrés et donc relativement rigides en période d'inflation, soit déterminés par l'évolution des prix internationaux, inférieure à celle des prix internes lorsque le pays est en inflation. Comment ce transfert de revenu affecte-t-il l'épargne globale ? Il serait susceptible de l'accroître si le taux marginal d'épargne de la population urbaine était supérieur à celui de la population rurale. On peut douter que ce soit le cas. D'une part l'effet d'imitation est plus important en ville qu'en brousse. D'autre part les paysans, notamment en Afrique, soumis aux aléas du climat et parfois des prix, sont sans doute plus incités que les citadins à une épargne de précaution. Diverses études récentes ont montré qu'il existe en milieu rural une réelle capacité d'épargne, manifestée par la détention de biens ou même d'encaisses ou par la participation à des tontines (voir par exemple *Nations Unies, 1984*).

99

### **Épargne publique et épargne privée**

Une autre conséquence de l'inflation sur la répartition des revenus susceptible d'affecter le taux d'épargne a trait au partage entre revenus publics et privés. Beaucoup d'économistes et de responsables politiques ont dans le passé considéré qu'il était possible de financer l'investissement public par la création monétaire. Cette politique a souvent été parée des mérites d'être « dynamique » ou « au service du développement »... Il s'agit de financer par des avances de la Banque Centrale un déficit budgétaire censé résulter d'un effort d'investissement de l'État. Si ce déficit a une certaine ampleur il conduit à un rythme excessif de croissance de la masse monétaire et à l'inflation. Celle-ci apparaît alors comme un impôt prélevé sur les

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

détenteurs d'encaisses monétaires ou quasi-monétaires : « l'impôt d'inflation » correspond à la perte de pouvoir d'achat de ces encaisses. Cet impôt conduit-il à un accroissement de l'épargne globale ? Là encore, pour qu'il en soit ainsi, il faut que le taux marginal d'épargne des détenteurs d'encaisses (c'est-à-dire des agents privés) soit inférieur à celui de l'État. On suppose cette condition automatiquement réalisée si la création monétaire au profit de l'État est essentiellement consacrée à un supplément d'investissement (c'est-à-dire si le taux marginal d'épargne de l'État est égal à l'unité) ; tel n'est pas nécessairement le cas dans la mesure où en raison de la fongibilité des ressources publiques le financement inflationniste peut aussi bien servir à l'accroissement des dépenses courantes<sup>1</sup>.

De fait les pays en voie de développement qui ont eu recours de façon importante au financement monétaire des dépenses publiques n'ont pas eu un taux d'investissement public supérieur à celui des pays de niveau de développement comparable qui ont au contraire limité cette pratique. Le cas des pays africains de la zone franc est instructif à cet égard. On sait en effet que ces pays (au nombre à l'heure actuelle de treize) appartiennent à deux Unions monétaires distinctes dont la politique monétaire est mise en œuvre par deux Banques centrales « internationales » (la BCEAO et la BEAC). Ces deux banques ne peuvent faire des avances aux Trésors publics des États faisant partie de ces Unions au-delà d'une limite strictement définie et égale à 20 % des recettes budgétaires de chaque État. Or il ressort d'une étude sur *Les stratégies de développement comparées* menée au CERDI qu'en moyenne sur la période 1979-1981, dans les pays africains de la zone franc, le taux de déficit budgétaire par rapport au PIB était bien inférieur et le taux d'épargne publique (mesuré par rapport aux recettes fiscales) bien supérieur à ce qu'ils étaient dans les autres pays en développement. Le taux d'investissement public (par rapport au PIB) a été dans les pays de la zone franc supérieur à son niveau « normal » (c'est-à-dire le niveau correspondant aux caractéristiques structurelles de l'économie) (voir *Chambas, 1988*). La différence est particulièrement marquée par rapport aux autres pays africains (voir *Guillaumont P. et S., 1988*). Par voie de conséquence on peut donc considérer que dans les deux Unions monétaires de la zone franc la limitation statutaire des avances de la Banque Centrale aux États, objet de critiques contradictoires, a permis un investissement public plus fort et non moindre, obtenu grâce à une plus forte épargne publique tout autant qu'à un endettement extérieur plus important.

En bref à considérer ce qui s'est passé sur le continent africain et dans le Tiers-Monde en général, il semble peu probable que l'inflation ait favorisé ces changements dans la répartition des revenus qui devaient, selon certains, engendrer une épargne forcée privée ou publique. Il est en revanche une redistribution des ressources induites par l'inflation qui très probablement a été défavorable à l'épargne : c'est celle qui s'est effectuée au détriment des activités d'exportation, puisque, comme de nombreuses études économétriques l'ont montré, le taux d'épargne dans les pays en voie de développement est lié positivement au taux d'exportation.

### **L'INDISPENSABLE RÉMUNÉRATION DE L'ÉPARGNE**

Face aux désillusions quant aux effets de l'inflation sur l'épargne forcée, privée ou publique, la question de savoir comment accroître l'épargne volontaire des agents privés est devenue le principal débat sur la mobilisation de l'épargne.

<sup>1</sup> — On considère souvent que l'inflation en réduisant la valeur réelle des encaisses accroît le taux d'épargne ; il est sans doute plus exact de dire que l'inflation entraînant une moins-value en capital équivalente à une baisse de revenu conduit à une baisse de la consommation.

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

### **Argent cher ou innovations financières ?**

La position traditionnelle, longtemps en vogue dans les pays en voie de développement, était que pour favoriser l'investissement et par conséquent la croissance, il convenait d'avoir des taux d'intérêt débiteurs bas. Ceci impliquait des taux d'intérêt également faibles pour la rémunération de l'épargne financière. De façon complémentaire, on considérait que pour mobiliser l'épargne, l'essentiel était de développer un système financier efficace capable de drainer l'épargne sur l'ensemble du territoire et dans les différents secteurs d'activité : le développement et la diversification des institutions financières étaient jugés prioritaires par rapport à la rémunération de l'épargne.

Les inconvénients de cette politique, qui impliquait une réglementation fixant les taux créditeurs à un bas niveau, sont apparus particulièrement au tournant des années soixante-dix lorsque l'inflation dans de nombreux pays en développement s'est accélérée, entraînant la baisse des taux d'intérêt réels pour un niveau donné des taux nominaux. Fréquemment alors les taux d'intérêt réels sont devenus fortement négatifs, ce qui a eu pour conséquence de spolier les épargnants.

Cette situation a suscité la réaction de divers économistes de tendance libérale (voir *Shaw, 1973, McKinnon, 1973*) qui ont dénoncé la politique de « répression financière » : les taux d'intérêt maintenus artificiellement bas ont pour effet de décourager l'épargne et en même temps de freiner le développement des intermédiaires financiers ; ils favorisent au contraire le marché informel ou parallèle de crédit, dont le fonctionnement échappe à tout contrôle des autorités monétaires et comporte souvent des taux d'intérêt usuraires. Ces auteurs prônent ainsi une politique de « libéralisation financière » et de déréglementation des taux d'intérêt ou à défaut de relèvement des taux d'intérêt réglementés. À condition que la hausse des taux d'intérêt réels ne soit pas prohibitive, cette politique ne doit pas décourager l'investissement, mais doit, au contraire, permettre une meilleure sélection des investissements. Il se peut même, comme le soutient McKinnon, qu'elle accroisse le niveau de l'investissement dans les pays où celui-ci pour une grande part est autofinancé : la possibilité de constituer des encaisses et d'en conserver la valeur réelle favorise alors la réalisation des investissements<sup>2</sup>.

101

### **Argent cher et innovations financières**

Il convient de souligner que dans la perspective ainsi tracée il n'y a pas à choisir entre une politique de rémunération positive de l'épargne et une politique d'innovations financières car la première est la condition de la seconde : elle permet en effet aux institutions financières d'être rentables. En bref pour mobiliser l'épargne il y a complémentarité entre les taux d'intérêt rémunérateurs et le développement des institutions financières. Et s'il y a une causalité, elle est plutôt dans le sens des prix vers les structures...

Depuis 1973, année où a été présentée la théorie de la répression financière, celle-ci a fait l'objet d'un vaste débat et de diverses tentatives de vérification ou d'infirmité empirique (voir *Fry, 1978, Giovannini, 1983, 1985, Gupta, 1987*). On doit reconnaître que les conclusions de ces études, menées généralement sur un échantillon de pays asiatiques, puis latino-américains, relativement restreint, paraissent souvent incertaines, comme d'ailleurs l'analyse conduite spécifiquement sur le cas des pays de l'UMOA par Leite et Makonnen (1984) ou sur un échantillon de pays africains (comprenant plusieurs États de l'UMOA) par R. Andely (1988).

<sup>2</sup> — Pour un exposé plus détaillé voir P. Guillaumont, 1985, t. II.

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

Le caractère incertain de ces résultats s'explique aisément et n'infirmes pas l'hypothèse que l'épargne est sensible au niveau de sa rémunération. D'une part il y a peu de pays, hormis en Asie, qui ont mené successivement les deux types de politique de façon telle que les séries temporelles puissent permettre d'apprécier l'action des taux d'intérêt réels sur l'épargne : néanmoins dans ces rares pays, au premier rang desquels la Corée, une influence positive apparaît de façon significative (voir *Fry, 1978* et *S. Guillaumont-Jeanneney, 1987*). Dans le cas des pays de l'UMOA durant les années 1967-1980 la variabilité des taux d'intérêt réels n'était sans doute pas suffisante pour faire apparaître un effet sensible. Lorsqu'il s'agit d'autre part d'études transversales (ou en *pooling*) la difficulté est encore de disposer de données comparables sur les taux d'intérêt : la signification des taux diffère en effet selon les systèmes financiers et les régimes fiscaux.

Les principaux éléments du débat sur le rôle des taux d'intérêt dans la formation de l'épargne qui viennent d'être présentés doivent être complétés par la considération du régime monétaire dans lequel la politique est mise en œuvre.

### **La politique des taux d'intérêt selon le régime des changes**

Dans le cas le plus fréquent, celui des pays en voie de développement où il existe un contrôle des changes, la politique des taux d'intérêt peut être conçue dans une perspective nationale et se référer essentiellement à l'évolution interne des prix. Mais dans un pays où la monnaie est convertible et le taux de change fixe, ce ne sont pas seulement les taux d'intérêt réels dans le pays qui importent, c'est tout autant le niveau des taux nominaux par rapport à ceux des pays avec lesquels il y a convertibilité et fixité. Les taux d'intérêt nationaux perdent une part de leur importance en tant que facteur déterminant le niveau de l'épargne, mais deviennent un facteur essentiel de placement de cette épargne dans le pays plutôt qu'à l'étranger. Cette situation est naturellement celle des pays africains de la zone franc où l'influence des taux d'intérêt sur la mobilisation de l'épargne dépend de leur niveau par rapport aux taux d'intérêt français : au cours des années 1970 la mobilisation de l'épargne a pu souffrir de taux d'intérêt réels négatifs, mais aussi de taux souvent inférieurs aux taux français (voir *P. et S. Guillaumont, 1984*)... Enfin dans un régime de convertibilité ou d'application lâche du contrôle des changes et de flexibilité (cas de quelques pays d'Amérique latine), les taux d'intérêt réels dans le pays déterminent, en fonction des taux d'intérêt réels étrangers, les placements à l'étranger.

### **La hausse des taux d'intérêt nominaux en inflation**

Un second aspect du régime monétaire doit être considéré. Dans un pays à forte inflation la réalisation de taux d'intérêt réels positifs implique naturellement des taux d'intérêt nominaux très élevés, alors que dans un pays à stabilité monétaire les taux nominaux peuvent rester modérés. À taux d'intérêt réel équivalent, l'investissement risque d'être plus freiné dans le pays inflationniste que dans le pays stable : en effet l'existence de taux d'intérêt nominaux très élevés qui compense la dépréciation de la valeur des créances équivaut à un raccourcissement de l'échéance des prêts, particulièrement gênant pour la formation de capital à longue durée d'utilisation (voir *S. Guillaumont-Jeanneney, 1982*). L'indexation des créances à long terme qui est théoriquement un moyen de répondre à ce problème, puisqu'elle vise à éviter l'augmentation à court terme des charges financières des emprunteurs en situation d'inflation, n'est guère applicable dans des pays où la majeure partie des placements prend la forme de placements bancaires liquides. En bref il est difficile de trouver des moyens de compenser de façon neutre les effets de l'inflation.

Ainsi différentes raisons pour lesquelles l'inflation exerce un effet négatif sur

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

l'épargne et l'investissement sont successivement apparues. D'une part l'inflation ne permet sans doute pas d'accroître de façon forcée l'épargne, privée ou publique, d'autre part elle rend plus difficile une rémunération réelle positive de l'épargne privée et donc sa formation et son maintien dans le pays. Elle freine par là-même le développement des institutions financières.

Certes compte tenu de la préférence des épargnants pour les placements liquides (d'autant plus marquée dans les pays en développement qu'il n'existe pas de véritables marchés des valeurs mobilières), il est normal qu'une partie des crédits bancaires financent des investissements. Tant que la création monétaire qui en résulte ne dépasse pas l'augmentation de demande de monnaie induite par la croissance économique, ce financement monétaire de l'investissement apparaît souhaitable. Mais il devient contestable s'il conduit à une création monétaire inflationniste.

---

### **POLITIQUE MONÉTAIRE ET EFFICACITÉ ÉCONOMIQUE**

---

Le développement ne dépend pas seulement du niveau de l'épargne, ni même du niveau de l'investissement. Il faut que les investissements soient bien choisis, que le capital investi soit utilisé efficacement, disons de façon plus générale que l'économie soit gérée de façon efficace. L'efficacité économique implique une bonne affectation des ressources entre les différentes activités ou secteurs de l'économie. Or la politique monétaire agit sur l'affectation des ressources, de deux façons : elle peut exercer un contrôle plus ou moins étroit de la répartition des crédits ; elle influence le fonctionnement des mécanismes de marché.

À ces deux modalités d'action correspondent deux questions controversées : jusqu'où la Banque Centrale doit-elle aller dans le contrôle de l'activité bancaire ? Une politique monétaire expansive et l'inflation qui en résulte conduisent-elles à une évolution des prix relatifs favorable ou défavorable au développement ?

103

### **LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LA RÉPARTITION DES CRÉDITS**

Dans des pays où les ressources sont rares, la qualité de leur répartition revêt une grande importance pour le développement. Ceci vaut en particulier pour la répartition des crédits bancaires. Or, dans ces mêmes pays, cette répartition est spécialement difficile à assurer : hors du secteur moderne les informations requises font défaut et l'appréciation du risque est dès lors incertaine ; dans le secteur moderne lui-même l'incertitude liée au climat ou aux prix internationaux engendre des risques spécifiques. Pour éviter que les intermédiaires financiers préfèrent les investissements sûrs aux investissements les plus rentables ou les plus utiles au développement, privilégient les crédits au commerce aux dépens des crédits à l'agriculture ou à l'artisanat, distribuent des crédits à court terme de préférence aux crédits à moyen terme, s'intéressent plus à la clientèle étrangère qu'aux entreprises nationales, une politique sélective du crédit a été souvent mise en place (voir *P. et S. Guillaumont, 1984, p. 141 et sq.*).

Afin d'obtenir une bonne affectation des ressources, l'objectif d'orientation sectorielle des crédits doit s'accompagner d'une gestion saine du système bancaire. Or aujourd'hui il semble que dans divers pays, en particulier dans les pays africains de la zone franc, la solvabilité de certaines banques soit mise en cause, en raison de

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

l'accumulation de créances douteuses. Cette fragilité du système bancaire est nuisible au développement : elle aboutit à geler une partie du portefeuille des banques, ainsi empêchées de financer les secteurs nouveaux et les plus dynamiques, notamment les nouvelles entreprises nationales que l'on souhaite promouvoir. Un tel effet est particulièrement sensible en période d'ajustement où l'expansion globale des crédits est limitée.

La question est alors de savoir à quoi est due la détérioration du système bancaire. Celle-ci est souvent apparue à la suite d'une politique monétaire durablement expansive, l'abondance des crédits distribués entraînant une moindre attention à la rentabilité des opérations financières. Mais il se peut aussi que la politique sélective du crédit, en dépit de la pertinence de ses objectifs, ait contribué à rendre le système plus fragile. En incitant les banques à prêter à des secteurs où les garanties sont moindres et les risques supérieurs, la politique sélective a pu être un des facteurs de la croissance des impayés : cette influence semble s'être particulièrement manifestée à travers les banques de développement et le crédit agricole, qui ont pour vocation de prêter dans les secteurs les plus difficiles.

Cela ne signifie pas nécessairement qu'il faille renoncer à toute politique sélective. Mais l'efficacité de celle-ci dépend de certaines conditions. Il ne peut y avoir de crédit agricole efficace, sans que soit définie et mise en œuvre une politique agricole cohérente, c'est-à-dire une politique qui rende les paysans capables de rembourser, grâce à un choix judicieux de la nature des spéculations, des techniques culturales, des prix offerts et des structures de commercialisation. On ne peut en effet demander à une banque de financer de mauvais projets et lui reprocher, simultanément, la mauvaise qualité de son portefeuille.

Une autre conclusion politique peut être tirée de l'expérience des années passées. Il est normal que les Banques Centrales des pays en voie de développement, au fur et à mesure du développement financier et de la diversification des activités économiques, laissent aux banques la responsabilité du choix de leurs emprunteurs et l'appréciation des risques encourus. Mais il y a un équilibre difficile à trouver entre le besoin d'indépendance des banques commerciales et la nécessité d'une surveillance de leur gestion par la Banque Centrale. Ce rôle de surveillance n'est pas indépendant des choix relatifs à la sélectivité du crédit. Plus les autorités monétaires souhaitent par la sélectivité du crédit intervenir dans la répartition des crédits, plus elles sont conduites à engager leur responsabilité dans l'appréciation des risques et donc de la qualité des créances. Il en découle sans doute que le rôle des Banques Centrales dans les pays en voie de développement n'est pas seulement d'ordre macro-économique, comme il peut l'être dans les pays les plus développés.

### **LA POLITIQUE MONÉTAIRE FACE À L'IMPERFECTION DES MARCHÉS**

L'analyse précédente montre qu'il est difficile pour la politique monétaire d'orienter efficacement les activités économiques à travers le contrôle du système bancaire. Et pourtant la politique globale joue un rôle essentiel dans l'orientation du développement : en effet dans une économie de marché la croissance des différents secteurs économiques dépend de la structure des prix relatifs que la politique monétaire influence à travers le rythme général de l'inflation (voir *S. Guillaumont-Jeanneney, 1982, p. 159*).

Plusieurs courants de pensée s'opposent sur les modalités de cette influence : l'inflation peut apparaître comme un facteur d'adaptation des prix relatifs, comme un facteur de déformation des prix relatifs, ou encore comme un facteur de mauvaise perception des prix relatifs.

**L'inflation comme facteur d'adaptation des prix relatifs :  
la thèse structuraliste**

La première interprétation correspond au courant structuraliste. Dans une économie en croissance coexistent des secteurs où les capacités de production sont excessives et d'autres où elles sont insuffisantes, le transfert des facteurs de production des secteurs à offre excédentaire vers les secteurs à demande excédentaire implique une augmentation des prix relatifs des seconds par rapport aux premiers. S'il existe une certaine rigidité à la baisse des salaires et des prix, la modification des prix relatifs ne peut se réaliser que grâce à un mouvement de hausse du niveau général des prix. On considère alors que la politique monétaire ne doit pas l'empêcher (l'inflation ayant pour rôle de permettre l'adaptation des prix relatifs...). Ce type d'analyse a été particulièrement appliqué au cas des pays d'Amérique latine, l'accent étant mis sur les blocages de l'offre dans l'agriculture et l'augmentation corrélative du prix relatif des biens agricoles. Dans ces conditions la politique monétaire susceptible d'assurer la stabilité du niveau général des prix implique une récession du secteur industriel, donc un coût pour la croissance. Cette théorie suppose une absence de mobilité des facteurs entre les secteurs ou, dans le meilleur des cas, une mobilité assurée par un fort différentiel de prix. Si cette théorie a pu être présentée dans le contexte des pays latino-américains, c'est parce qu'il existe dans plusieurs de ces pays un blocage de la production dû aux structures foncières, alors que dans la plupart des pays en voie de développement connaissant un sous-emploi important la mobilité des travailleurs est relativement élevée<sup>3</sup>.

**L'inflation comme facteur de distorsion des prix relatifs :  
la thèse libérale**

À l'opposé, de nombreux économistes de tendance libérale voient dans l'inflation un facteur de déformation des prix relatifs nuisible à la croissance et à une répartition équitable des revenus. Cette déformation tient au fait que les prix nominaux des différents biens et services sont inégalement flexibles.

105

Dans un régime de change fixe qui est le régime de la majorité des pays en voie de développement, l'inflation se manifeste principalement dans la hausse du prix des biens qui ne font pas l'objet du commerce international (biens domestiques), alors que les prix des biens d'importation et d'exportation suivent *grosso modo* ceux des biens étrangers. Si l'inflation extérieure est inférieure à la hausse des prix des biens domestiques et si le différentiel n'est pas corrigé par une modification de parité, le développement du secteur d'exportation et de substitution à l'importation se trouve entravé. Même si l'État adopte une politique de relative flexibilité du change (politique qui tend à se généraliser dans les pays en voie de développement), l'inflation n'est pas sans effet sur la structure des prix relatifs, lorsque l'État administre ou fixe un certain nombre de prix et ne les adapte qu'avec retard.

Quel que soit le régime des changes en effet, les pays en voie de développement pratiquent fréquemment l'administration des prix en vue soit d'en réduire les fluctuations (prix payés aux producteurs agricoles), soit d'empêcher leur hausse (cas des biens de consommation courante). Cette pratique a présenté des inconvénients liés à la rapidité de l'inflation. Ceci est particulièrement net pour les

<sup>3</sup>— Dans le cas de mobilité des facteurs et donc d'uniformité des taux de salaire, une autre hypothèse d'inflation de croissance est parfois avancée : elle repose sur la différence de croissance de la productivité selon les secteurs ; si les salaires augmentent au rythme de la productivité des secteurs où la croissance de la productivité est la plus rapide, le taux de croissance moyen des salaires est supérieur à celui de la productivité et ce d'autant plus que les écarts de croissance de productivité sont plus élevés.

## P A Y S E N D É V E L O P P E M E N T

produits agricoles dont les prix officiels aux producteurs très souvent n'ont été relevés que dans une proportion inférieure au taux d'inflation. La baisse des prix réels au producteur qui en découle a été, comme on l'a observé dans divers pays africains, un facteur de stagnation de l'agriculture et d'inégalité des revenus.

La conjonction de l'inflation et de la réglementation a entraîné dans divers pays l'apparition de marchés parallèles (pour les biens de consommation, pour l'exportation, pour les devises,...). Bien que ceux-ci aient pu constituer dans certains cas une soupape de sécurité, évitant un blocage complet de l'économie (cas de la Guinée à la fin des années 1970), ils ne sauraient être considérés comme une forme de développement harmonieux (voir *S. Guillaumont-Jeanneney, 1985*).

Un cas limite est constitué par la situation où l'offre de biens de consommation est étroitement rationnée, en raison soit du déficit de la balance des paiements et de la pénurie de devises, soit de la rupture des circuits de commercialisation. Dans ce cas, qu'illustrent l'expérience de Madagascar jusqu'aux années récentes et de façon plus aiguë celle du Mozambique, l'expansion de la masse monétaire entraîne l'accumulation d'encaisses non désirées. L'économie connaît dans ces circonstances une augmentation du taux de liquidité qui n'a rien à voir avec celle qui résulte d'une politique « d'approfondissement financier » reposant sur une rémunération positive de l'épargne... Cet accroissement du taux de liquidité, loin de favoriser la croissance de la production, a au contraire pour effet de la limiter : lorsque les paysans accumulent des encaisses monétaires car ils ne trouvent rien à acheter, ils sont incités à produire moins. C'est ainsi que J.P. Azam a pu montrer l'influence négative du niveau des encaisses réelles sur diverses productions agricoles au Mozambique (voir *Azam, 1987*). Si dans un tel contexte de pénurie et de thésaurisation forcée, les prix payés aux producteurs sont augmentés, cette décision risque d'avoir un effet pervers, en incitant les paysans à produire moins. Cet effet est d'autant plus probable que les encaisses réelles sont plus abondantes : à défaut de produire pour consommer dans l'immédiat le paysan n'est même plus incité à produire pour épargner !

### **Variabilité de l'inflation et incertitude**

Un troisième effet d'une politique monétaire expansionniste sur la croissance tient à la variabilité de l'inflation, qui, comme cela a été montré, tend à être d'autant plus forte que l'inflation est en moyenne plus rapide. Un taux d'inflation variable est difficile à anticiper. Dès lors les agents économiques ne peuvent pas correctement apprécier si la hausse d'un prix particulier reflète la hausse du niveau général des prix ou si elle correspond à une augmentation du prix relatif de ce bien. Autrement dit la perception du changement des prix relatifs est obscurcie en période d'inflation. Une perception défectueuse de la structure des prix relatifs nuit au développement économique de deux façons : elle risque d'entraîner une mauvaise allocation des ressources et de réduire ainsi la productivité de l'investissement ; en créant une incertitude sur la rentabilité des différentes activités, elle réduit d'autre part le volume de l'investissement. Cette conséquence de l'inflation n'est certes pas spécifique aux pays en voie de développement. Elle est sans doute une des causes du ralentissement de la croissance dans les économies industrielles au cours des quinze dernières années. Elle ne doit pas pour autant être sous-estimée dans les pays en voie de développement qui sont souvent soumis à de multiples aléas et où les calculs de rentabilité sont particulièrement incertains.

Si l'on fait le bilan des effets à long terme de l'inflation sur le développement, il semble bien que les inconvénients l'emportent largement sur les avantages. Même si une hausse modérée des prix peut faciliter certains financements et certaines adaptations du système de prix, la thèse d'une inflation rapide stimulant la croissance

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

des pays en voie de développement paraît aujourd'hui de plus en plus contestable. Quant à la récession engendrée souvent par les politiques de désinflation, dont nous n'avons pas parlé, elles sont l'inconvénient ultime d'une politique inflationniste antérieure.

L'exposé qui précède nous a amenés bien loin de l'idée de neutralité de la monnaie. Certes on ne saurait demander à la politique monétaire de se charger de tous les problèmes non résolus du développement, en créant une épargne sans revenu ou en rendant rentable ce qui ne l'est pas... Mais on ne doit pas pour autant sous-estimer ses effets sur la croissance et la répartition de ses fruits. La responsabilité des Banques Centrales dans la politique de développement est essentielle. □

---

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

---

- ANDELY R.R. — **Stratégie monétaire et financière néo-libérale de développement. Application à l'Afrique sub-saharienne.** — *Thèse de doctorat d'État, Clermont-Fd.*, 1988.
- AZAM J.P. — **Offre de biens manufacturés et production agricole : le cas du Mozambique.** — CERDI — *Centre de développement OCDE, version préliminaire*, 1987.
- AZAM J.P. — GUILLAUMONT P. et S. — **Les analyses transversales des facteurs de croissance dans les pays en développement : examen des problèmes méthodologiques,** *Banque mondiale*, 1987.
- BOISSONNADE M. et GUILLAUMONT S. — **L'effort d'épargne.** — *Stratégies de développement comparées zone franc et hors zone franc, Economica*, 1988.
- CHAMBAS G. — « **La politique de dépense budgétaire** », *Stratégies de développement comparées zone franc et hors zone franc, Economica*, 1988.
- CNUCED. — *Trade and Development Report, United Nations, New York*, 1987.
- COLLYNS C. — **Alternatives to the Central Bank in the Developing World,** *IMF, Occasional Paper*, n° 20, 1983.
- CORBO V. et DE MELO J. — **Lessons from the Southern Cone Policy Reforms,** *The World Bank Research Observer*, Vol. 2, n° 2, p. 111-142, 1987.
- FMI — *Rapport Annuel 1987.*
- FRY M.J. — **Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development,** *Journal of Money, Credit and Banking*, novembre, p. 464-475, 1978.
- FRY M.J. et LILIE D.M. — **Monetary Policy Responses to Exogenous Shocks,** *American Economic Review (AEA Papers and Proceedings)*, vol. 76, n° 7, p. 79-83, mai 1986.
- GIOVANNINI A. — **The Interest Elasticity of Savings in Developing Countries : The Existing Evidence,** *World Development*, p. 601-607, 1983.
- GIOVANNINI A. — **Saving and the Real Interest Rate in LDCs,** *Journal of Development Economics* 18 n° 2-3, p. 197-217, 1985.
- GUILLAUMONT P. — *Économie de développement*, 3 vol., collection *Thémis, PUF*, Paris, 1985.
- GUILLAUMONT P. et S. — **Zone franc et développement africain,** *Economica*, 337 p., 1984.
- GUILLAUMONT P. et S. — **Stratégies de développement comparées : méthode d'analyse et résultats généraux,** *Stratégies de développement comparées zone franc et hors zone franc, Economica*, 1988.

## P A Y S   E N   D É V E L O P P E M E N T

- GUILLAUMONT P. et S. et PLANE P. — **Participating in African Monetary Unions : An Alternative Evaluation**, *World Development*, Vol. 16, n° 5, p. 569-576, 1988.
- GUILLAUMONT-JEANNENEY S. — **Pour la politique monétaire**, *Presses Universitaires de France*, Paris, 1982.
- GUILLAUMONT-JEANNENEY S. — **Foreign Exchange Policy and Economic Performance : a Study of Senegal, Madagascar and Guinea**, in T. Rose (Ed.), *Crisis and Recovery in Sub-Saharan Africa : Realities and Complexities*, OCDE, p. 180-198, 1985.
- GUILLAUMONT-JEANNENEY S. — **L'incitation à l'épargne par l'argent cher ou par les Innovations financières : l'exemple de la Corée du Sud**, publication du colloque annuel de l'Association Française de Science Économique de septembre 1985, *Nathan*, Paris, 1987.
- GUPTA K.L. — **Aggregate Savings, Financial Intermediation, and Interest Rate**, *Review of Economics and Statistics*, Vol. LXIX, n° 2, p. 303-311, 1987.
- HWA H.C. — **The Contribution of Agriculture to Economic Growth. Some Empirical Evidence**, *World Bank Staff Working Papers*, n° 619, 23 pages, 1983.
- JOHNSON O.E.G. — **On Growth and Inflation in Developing Countries**, *IMF Staff Papers*, vol. 31, n° 4, p. 636-660, 1984.
- KILLICK T. — **Inflation in Developing Countries : an Interpretative Survey**, *ODI Review* n° 1, p. 1-17, 1981.
- KILLICK T. — **The Quest for Economic Stabilisation : The IMF and the Third World**, *Heinemann Educational Books and ODI*, London, 1984.
- LANDAU D. — **Government and Economic Growth in Less Developed Countries : An Empirical Study for 1960-1980**, *Economic Development and Cultural Change*, 35 (octobre 1986), 35-76, 1986.
- LANYI A. et SARACOGLU R. — **Interest Rate Policies in Developing Countries**, *IMF Occasional Paper* n° 22, 1983.
- LEITE S.P. — **Interest Rate Policies in West Africa**, *IMF Staff Papers*, vol. 29, n° 1, p. 48-76, 1982.
- LEITE S.P. et MAKONNEN D. — **Saving and Interest Rates in the BCEAO Countries : An Empirical Analysis**, *IMF*, DM/84/43, 25 p., 1984.
- MC KINNON, RONALD I. — **Money and Capital in Economic Development**. *The Brookings Institution*, Washington D.C., 1973.
- NATIONS UNIES. — **L'épargne pour le développement**, Rapport du Symposium international sur la mobilisation de l'épargne des ménages dans les pays en développement, New York, 1984.
- SHAW E.S. — **Financial Deepening in Economic Development**, *Oxford University Press*, New York, 1973.