

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

Ministère De L'enseignement Supérieur Et De La Recherche Scientifique

UNIVERSITE MOULOU D MAMMERRI DE TIZI OOUZOU

Faculté Des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

Thèse

En vue de l'obtention du diplôme de Doctorat ès Sciences
Economiques

Efficacité de la politique monétaire en Algérie : Une appréciation critique

Réalisé par : AOUDIA Kahina épouse NAIT MOHAMED

Soutenue le : 28 juin 2017

Membres du jury :

GUENDOUI Brahim, Professeur, UMMTO, Président du jury

AMMOUR Benhalima, Professeur, Université Alger 3, Directeur de thèse

BOUZAR Chabha, Professeur, UMMTO, Examinatrice

KOUDRI Ahmed, Professeur, Université Alger 3, Examineur

BENNOUR Abdelhafid, Maître de Conférences, ESC, Alger, Examineur

AIT TALEB Abdelhamid, Maître de Conférences, UMMTO, Examineur

INTRODUCTION GENERALE

INTRODUCTION GENERALE :

En matière économique, les pouvoirs publics cherchent indéfiniment à réaliser à l'aide d'instruments de la politique économique, le fameux « carré magique » : la croissance, le plein-emploi, la stabilité des prix, l'équilibre extérieur. La prise en compte de la politique monétaire, de la politique budgétaire, de la politique des revenus, de la politique des prix, est d'une priorité absolue.

L'objectif de toute politique économique est non seulement de soutenir la croissance mais également d'améliorer le niveau de vie de la population.

L'expérience montre qu'une perturbation des prix peut déstabiliser le bon fonctionnement de l'activité économique, de sorte que la stabilité des prix est, de ce point de vue, un objectif fondamental. L'idée que la politique économique doit viser la stabilité des prix ne doit pas constituer un sujet principal de fixation au détriment bien sûr du bien-être économique et social plus conséquent.

Si la politique monétaire ne peut influencer de manière directe sur les agrégats réels, elle peut néanmoins exercer une influence sur l'évolution des prix.

La politique monétaire est « l'ensemble des mesures qui sont destinées à agir sur les conditions de financement de l'économie. Son objectif principal est le maintien de la stabilité des prix (approche monétariste), mais peut aussi favoriser la croissance et le plein-emploi (approche keynésienne). Pour atteindre ses objectifs, la Banque centrale dispose d'une série d'outils susceptibles de moduler la création monétaire »¹.

Pour maintenir la stabilité des prix, la Banque centrale module généralement son taux directeur en fonction de la conjoncture économique. En temps normal, le niveau qu'elle choisit pour son taux directeur se transmet à l'économie par l'intermédiaire de divers canaux.

¹ ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, «La liquidité incontrôlable», Pearson Education France, 2010, P6.

INTRODUCTION GENERALE

La politique monétaire, à travers ses différents canaux de transmission est susceptible d'agir sur l'économie réelle, sur le système bancaire et financier et sur l'inflation. Bien des dimensions sont à prendre en compte par la Banque centrale et le problème est que toute politique monétaire a des conséquences doubles : des effets positifs et des effets négatifs.

Dans la sphère réelle, il est possible que les effets de la politique monétaire soient relativement faibles par rapport à d'autres types de politique économique comme la gestion du budget de l'Etat, la législation économique (droit de la concurrence, restrictions réglementaires à l'activité, droit du travail), mais elle a l'avantage d'être facilement mise en œuvre et de moindre coût : modifier le taux d'intérêt ou la base monétaire ne requiert aucune ressource autre qu'une décision du gouverneur de la Banque centrale.

La politique monétaire est la clef principale d'une maîtrise de la conjoncture. Son efficacité dépend de l'application appropriée des moyens dont disposent les banques centrales et de la fiabilité des canaux de transmission élaborés. Fondamentalement, cette action transite principalement par les taux d'intérêt à court terme. La modification des taux agit sur le marché monétaire et sur l'ensemble des autres taux à diverses échéances. Les changements qui peuvent intervenir ont des effets sur la valeur marchande des titres. Cela peut susciter des réallocations de portefeuilles. La variation des taux peut également avoir des effets sur les stratégies d'emprunt des agents économiques. Les banques commerciales peuvent être plus ou moins prudentes dans la délivrance de leurs crédits. Les taux à court terme influencent les taux à long terme. Le taux à long terme doit tenir compte non seulement de la situation présente, mais également des anticipations d'inflation. Ainsi les stratégies d'investissement et d'épargne peuvent être affectées. Nous voyons donc qu'il peut y avoir un impact financier et un impact réel. Les gouvernements s'inquiètent à juste titre des effets de la politique monétaire sur la croissance.

En Algérie, l'autorité monétaire est représentée par le Conseil de la Monnaie et du Crédit (CMC). Ce conseil est composé des membres du conseil d'administration de la Banque centrale (lui-même composé du gouverneur, des trois vices gouverneurs et de trois fonctionnaires du rang le plus élevé) et de deux personnalités choisies en raison de leur compétence en matière économique et monétaire.

INTRODUCTION GENERALE

Au total, le Conseil de Monnaie et du Crédit est composé de neuf membres dont cinq sont extérieurs à la Banque d'Algérie et sont nommés par le Président de la république. La Banque centrale ne possède donc pas la majorité au sein de ce conseil. Son indépendance à l'égard du gouvernement paraît donc limitée.

La conduite de la politique monétaire est une attribution de la Banque d'Algérie. Elle est exercée par l'intermédiaire du Conseil de la Monnaie et du Crédit. L'article 35 de l'ordonnance n°03-11 du 26-08-2003 relative à la monnaie et au crédit stipule que : « La Banque d'Algérie a pour mission de créer et de maintenir dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement rapide de l'économie, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie.

A cet effet, elle est chargée de régler la circulation monétaire, de diriger et de contrôler, par tous les moyens appropriés, la distribution du crédit, de veiller à la bonne gestion des engagements financiers à l'égard de l'étranger et de réguler le marché des changes ». La stabilité des prix et la croissance économique sont bien les objectifs assignés à la politique monétaire. Les nouvelles dispositions législatives d'août 2010 relatives à la monnaie et au crédit assignent à la Banque d'Algérie l'objectif explicite de stabilité des prix.

L'article 62 de l'ordonnance sus citée stipule que « le Conseil de la Monnaie et du Crédit est investi des pouvoirs en tant qu'autorité monétaire ; dans ce but, le conseil fixe les objectifs monétaires, notamment en matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédit et arrête l'instrumentation monétaire ainsi que l'établissement des règles de prudence sur le marché monétaire [...] ».

Jusqu'au début des années 1990, la majeure partie de l'épargne du pays était mobilisée par le Trésor public à travers les comptes d'épargne postaux et l'émission d'obligations souscrites par les institutions financières publiques. L'alimentation des banques en liquidité bancaire était assurée par le guichet du réescompte de la Banque centrale.

Une fonction de surveillance de l'activité bancaire réduite en l'absence de réglementation prudentielle, une utilisation d'instruments indirects dans la politique de crédit (plafonds de réescompte, taux d'intérêt réglementés) et un contrôle strict des changes impliquaient un rôle marginal de la Banque centrale dans l'organisation et le contrôle de l'activité bancaire.

INTRODUCTION GENERALE

Les changements intervenus sur la scène internationale avec la mondialisation, l'effondrement du bloc socialiste, le choc pétrolier de 1986, la croissance vertigineuse de la dette extérieure etc...ont rendu impossible la poursuite de la pratique de la gestion administrée face à l'émergence d'une économie de marché. C'est dans ces circonstances qu'est promulguée la loi sur la monnaie et le crédit n° 90-10 en date du 14/04/1990.

Certe, le système bancaire algérien a fourni des prestations considérables à l'économie nationale à travers les opérations de financement direct des programmes de développement économique et social et le soutien accordé à l'appareil productif durant la période de l'économie dirigée en s'appuyant notamment sur les recettes des hydrocarbures. Toutefois, la chute du prix du baril de pétrole en 1986 a complètement bouleversé les données.

La promulgation de la loi relative à la monnaie et au crédit en 1990 a été un tournant décisif dans le processus de réformes structurelles de l'économie algérienne en transition vers l'économie de marché. Cette loi qui constitue le cadre institutionnel et réglementaire de l'activité et de la conduite de la réforme bancaire :

- Consacre l'indépendance de la Banque centrale, désormais dotée légalement de la mission de conduite de la politique monétaire, l'érige en centre de pouvoir monétaire et financier et consacre l'importance de la régulation monétaire dans la maîtrise et la résorption des déséquilibres financiers internes ;
- Etablit des règles de transparence dans les relations du Trésor avec le système bancaire et financier : absence d'influence de l'Etat sur la politique de la Banque centrale à des fins budgétaires et démarcation entre les administrations publiques et les institutions financières publiques fondée sur une distinction nette entre les opérations budgétaires et les opérations bancaires.

Ce nouveau cadre institutionnel a permis la mise en œuvre d'une série de réformes complémentaires à partir de 1991 touchant autant à la conduite de la politique monétaire qu'à la mise en place de la réglementation prudentielle et à l'assainissement des banques publiques.

INTRODUCTION GENERALE

La mise en œuvre de la politique monétaire est confiée à la Banque d'Algérie. Dans le cadre de la conduite de la politique monétaire, la Banque d'Algérie intervient aussi bien par une instrumentation monétaire qui porte sur ses opérations avec les banques hors marché monétaire (réescompte, prises et mises en pension, avances) que sur ses opérations de marché (opérations d'open market par cession temporaire et reprises de liquidité par appel d'offres) et le suivi de la réglementation en matière de réserves obligatoires.

Avec l'avènement d'une conjoncture favorable sur les marchés pétroliers, suite au net raffermissement des cours du brut à partir de 1999, l'Algérie passe, en quelques années seulement, d'une situation de pénurie de liquidité à une situation d'excès d'offre de liquidité. Compte tenu de cet excès de liquidité, depuis début 2002, devenu même structurel, la Banque d'Algérie a revu le cadre de la politique monétaire, à partir d'avril 2002, afin d'absorber cet excès de liquidité sur le marché monétaire, en rupture avec la longue période de besoin de refinancement des banques. Cependant, les besoins modestes de liquidités des banques, au jour le jour, sont totalement satisfaits par les transactions sur l'interbancaire. Les banques n'effectuent plus d'opérations d'adjudication de crédit ni de prise ou mise en pension.

Depuis, la Banque d'Algérie veille à résorber d'une manière effective l'excès de liquidité au moyen d'une conduite flexible et ordonnée des instruments indirects de la politique monétaire. C'est pourquoi, pour éponger les surplus de liquidité dans le cadre des objectifs de politique monétaire, elle a mis en place, entre 2002 et 2005, deux autres instruments :

- Les reprises de liquidités (en blanc sous forme d'appel d'offre immédiat) à l'initiative de la Banque d'Algérie qui sont des placements auprès d'elle de liquidités sous forme de dépôts à une semaine, trois mois et plus récemment (mai 2012) à six mois et rémunérés à un taux fixe ;
- La facilité de dépôt rémunéré en blanc à un taux d'intérêt fixe accordée par la Banque d'Algérie exclusivement aux banques. Ce sont des dépôts à 24h à l'initiative des banques.

INTRODUCTION GENERALE

Ce nouveau cadre réglementaire de la politique monétaire a permis de consolider la contribution de la politique monétaire à la stabilité financière.

Les nouvelles dispositions législatives, d'août 2010, donnent un ancrage légal à la stabilité des prix comme objectif explicite de la politique monétaire. Cela conforte encore la consolidation du cadre réglementaire et des instruments de la politique monétaire intervenue en 2009, lui donnant une orientation désormais prospective. La contribution de la politique monétaire à la stabilité financière est ainsi renforcée.

La stabilité des prix est un préalable pour asseoir une allocation optimale des ressources par les banques aux secteurs économiques non financiers les plus performants. Si le système bancaire en Algérie, principal pourvoyeur de financement à l'économie, est faiblement exposé aux risques de marchés financiers internationaux, et en excès structurel de liquidité, son efficacité fonctionnelle sous l'angle de l'intermédiation requise doit s'inscrire sur le sentier d'une amélioration soutenue.

Pour la détermination des objectifs quantitatifs de la politique monétaire et la validation d'instruments pertinents pour sa conduite, la Banque d'Algérie présente au Conseil de la monnaie et du crédit, au début de chaque année, les prévisions relatives aux agrégats de monnaie et de crédit découlant de la programmation financière. Il s'agit d'un ciblage monétaire quantitatif souple, à mesure que les objectifs quantitatifs sont revus périodiquement en fonction de l'évolution de la conjoncture. La Banque d'Algérie propose également des instruments de politique monétaire de nature à assurer l'objectif assigné aux variables intermédiaires et à atteindre l'objectif ultime de la politique monétaire, à savoir la stabilité des prix. Elle veille à la stabilité interne et externe de la monnaie dans le cadre de prise en charge de la stabilité financière en tant que second objectif explicite de la politique monétaire.

Au total, la combinaison ordonnée des instruments de reprises de liquidité, facilité de dépôts rémunérés et réserves obligatoires dans la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie montre la priorité accordée à l'amélioration de la régulation de la liquidité bancaire.

INTRODUCTION GENERALE

Le mode et la pratique de financement de l'économie algérienne durant la période de la gestion financière planifiée a engendré une situation inflationniste où l'utilisation de la planche à billets a été très importante.

La période de la planification était caractérisée aussi par une stabilité des taux d'intérêt créditeurs et débiteurs avec un niveau très bas. La gestion des taux d'intérêt entre dans la logique de financement qui consiste à mettre à la disposition des entreprises, en particulier les entreprises publiques, des financements à moindre coût.

En conséquence, cette politique monétaire a retiré au taux d'intérêt l'essentiel de ses fonctions économiques traditionnelles, principalement, celles relatives à une allocation optimale des ressources et celle de canal de transmission de la politique monétaire avec ses effets sur le comportement des agents économiques. La politique suivie jusqu'à une certaine période, par la Banque Centrale algérienne a été à l'origine du manque de discipline financière rigoureuse de la part des entreprises publiques algériennes et d'un gaspillage très important des ressources financières mises à la disposition de ces entreprises d'où s'est dégagée la nécessité de prendre des mesures adéquates visant à réformer notamment le système productif national et le système bancaire.

Les lois sur l'autonomie des entreprises publiques, de janvier 1988, ont conféré aux banques leur autonomie tout en les soumettant aux principes de rentabilité et de commercialité.

L'objectif ultime de la politique monétaire, aussi bien durant la période de stabilisation et d'ajustement structurel (1994-1998) que durant la période qui va suivre, a toujours été la lutte contre l'inflation et le maintien de la stabilité des prix. Cela s'est traduit jusqu'à ces jours par des résultats satisfaisants en matière de stabilisation des rythmes d'inflation.

Ainsi, la politique d'ajustement structurel menée en étroite collaboration avec le FMI s'est traduite par l'encadrement de la masse monétaire et une baisse significative de la liquidité de l'économie

La conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie, au cours de ces dernières années, a été prudente, elle a contribué à une bonne tenue de l'inflation en contexte d'excès structurel de liquidité sur le marché monétaire. Les résultats obtenus en matière de lutte contre l'inflation sont largement satisfaisant.

INTRODUCTION GENERALE

Dans ce travail de recherche, nous allons nous interroger sur l'efficacité de la politique monétaire en Algérie.

La problématique principale que nous proposons tourne autour du questionnement fondamental suivant : « Quelles appréciations portées à l'efficacité de la politique monétaire en Algérie ? ».

Cette question fondamentale sous-tend plusieurs sous-questionnements qui peuvent être formulés comme suit :

- 1- Qui conçoit la politique monétaire en Algérie ?
- 2- A quels objectifs, elle répond ?
- 3- Les résultats obtenus, jusqu'à maintenant, ont-ils été probants ?
- 4- Que suscite cette politique comme critiques ?

A la lumière des questions posées et pour cerner davantage la problématique de notre thème, il est important d'énoncer les hypothèses suivantes sur lesquelles nous fonderons notre champ d'analyse.

Hypothèse 1 : L'économie algérienne est en phase de transition : d'une économie dirigée vers une économie de marché.

Hypothèse 2 : La santé de l'économie algérienne repose essentiellement sur le revenu des hydrocarbures.

Hypothèse 3 : Les banques algériennes comptabilisent un excès de liquidité liée principalement à la hausse des cours du baril de pétrole, à la recapitalisation de ces banques et au rachat, par le Trésor, des créances compromises détenues par ces banques sur le secteur public productif.

Hypothèse 4 : La politique monétaire, en Algérie, a changé de cap au cours de ces dernières années : de la régulation monétaire en économie d'endettement à la politique monétaire d'inspiration monétariste.

Hypothèse 5 : L'utilisation du surplus de liquidité par les banques pose problème. La gestion administrée prudente de cette surliquidité, par la Banque d'Algérie, a permis de contenir les pressions sur le niveau général des prix.

INTRODUCTION GENERALE

Pour répondre à toutes ces interrogations, nous avons structuré notre travail en cinq chapitres.

Dans un premier chapitre, nous allons traiter de la position des grands courants de la pensée économique sur la place et le rôle de la monnaie dans la vie économique et faire ressortir la permanence des débats sur la politique monétaire.

Dans le second chapitre, il s'agit de préciser les objectifs assignés, par les uns et les autres, à la politique monétaire, et de présenter les mécanismes de transmission et de mise en œuvre de cette politique.

Dans le troisième chapitre, nous allons essayer de montrer que la crédibilité de la politique monétaire est déterminante, surtout dans une économie de marché. Débarrassée de tout arsenal réglementaire, la politique monétaire doit s'imposer en imprégnant les esprits, les anticipations. Elle le pourra d'autant plus efficacement si son action est claire, comprise, déterminée. La politique monétaire est donc un subtil mélange où le message compte au moins autant que l'action proprement dite.

Dans le quatrième chapitre, nous avons jugé utile de mettre en relief quelques repères historiques et certaines réalités institutionnelles de cette politique, et d'imager le cadre macroéconomique dans lequel elle évolue.

Dans le cinquième chapitre, nous allons essayer de comprendre la manière dont la politique monétaire a été conduite en Algérie, notamment, après l'apparition dès 2002 de l'excès de liquidités sur le marché monétaire. Nous allons également examiner le rôle de cette politique monétaire dans la maîtrise des taux d'inflation et ce jusqu'à fin 2014.

Pour réaliser notre travail, nous avons opté pour une démarche empirico-déductive qui se base notamment sur l'observation des faits, le traitement des données et l'analyse.

Ainsi, sur le plan documentaire, notre travail s'est appuyé sur les éléments suivants :

INTRODUCTION GENERALE

- L'étude des textes et lois fondamentaux relatifs à la monnaie et au crédit en vue de connaître les attributions de la Banque d'Algérie dans la conduite de la politique monétaire ;
- Des entrevues avec des responsables de la Banque centrale et des enseignants chercheurs dans ce domaine ;
- Le traitement de certains « concepts explicatifs » en rapport avec le sujet traité ;
- Enfin, la collecte auprès de plusieurs sources, de données quantitatives relatives à la politique monétaire en Algérie et leur traitement à l'effet de mieux cerner l'évolution des prix en rapport avec les variations des agrégats monétaires.

Introduction

La politique monétaire peut être simplement définie comme « la mise en œuvre des moyens de régulation de la masse monétaire, c'est-à-dire de contrôle de son prix et de sa quantité ».²

Elle est un instrument de politique économique générale susceptible de concourir, cumulativement ou alternativement, à la réalisation d'objectifs principaux :

- La stabilité des prix ;
- la croissance économique et le plein emploi ;
- l'équilibre extérieur.

Il s'agit toujours de réaliser le célèbre « carré magique » de Nicholas Kaldor³.

Dans ce chapitre, nous examinerons successivement la position des grands courants de la pensée économique sur la place et le rôle de la monnaie dans la vie économique, et sur le réglage de la politique monétaire de façon à empêcher, en quelques sorte, la monnaie de nuire..

Pour comprendre les débats sur la monnaie, l'histoire de la pensée monétaire doit être revisitée de l'âge mercantiliste à la vision néolibérale.

² MARTEAU. Didier, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008, P101.

³ Le carré magique est une théorie économique développée par Nicholas Kaldor qui est un économiste d'inspiration keynésienne né à Budapest. Ce quadrilatère a pour sommets les quatre objectifs de la politique économique d'un Etat : le taux de croissance, le solde de la balance commerciale, le taux d'inflation et le taux de chômage. En reliant les quatre points situés sur chacun des axes, on obtient un quadrilatère : plus la surface de celui-ci est grande, plus la santé économique du pays considéré est importante.

Section 1 : De la monnaie richesse mercantiliste à la super neutralité classique

Dans l'histoire de la pensée économique, la monnaie a souvent servi de ligne de partage entre ceux qui considéraient que la sphère réelle et la sphère monétaire étaient dissociées et ceux qui, au contraire, intégraient dès le départ la monnaie dans l'analyse économique⁴.

La question de la neutralité de la monnaie est centrale dans la théorie économique, et bien sûr au cœur du débat sur l'efficacité de la politique monétaire.

Pour les économistes classiques, les phénomènes monétaires n'ont pas d'incidence sur les conditions de l'échange. La monnaie est un « voile » derrière lequel les biens s'échangent contre des biens.

1.1/ Naissance paradoxale de la première théorie quantitative de la monnaie sous le mercantilisme**1.1.1/ Le mercantilisme ou l'interventionnisme étatique par la théorie du commerce extérieur et la maximisation du stock d'or****1.1.1.1/ Une alliance de classes et ses instruments économiques**

La pensée mercantiliste, première école interventionniste ayant inventé l'expression économie politique⁵, correspond en terme social à l'alliance du capitalisme marchand et des grands Etats nations qui veulent maximiser leur richesse : les premiers par le commerce, les seconds par les impôts ; et pas d'impôt sans monnaie qui représente toute richesse.

Il faut donc maximiser, par l'intervention de l'Etat dans le commerce extérieur, l'excédent de la balance commerciale : maximisation des exportations et minimisation des importations sévèrement contrôlées.

⁴ CAPUL Jean-Yves, « Monnaie et politique monétaire en Europe », cahiers français, Juillet-août 2010, n° 297, P8.

⁵ L'« économie politique » désigne la science aristotélicienne des richesses domestiques (du grec *oikos*, « maisonnée », et *nomos*, « gouvernement »), appliquée au gouvernement du royaume. Le *Traité de l'économie politique* d'Antoine de Montchrestien (1576-1621) marque le premier usage public de l'expression d'économie politique.

1.1.1.2/ La première « théorie quantitative de la monnaie », à base métallique

L'inflation était expliquée jusqu'au milieu du XVI^e siècle par le rognage : le prince « rogne » les pièces de monnaie métallique⁶ qui perdent ainsi de leur valeur et allège ainsi sa dette.

Le français Jean Bodin⁷, au milieu du XVI^e siècle, sans remettre en cause cette possibilité ainsi que la croissance démographique et les disettes, considère que l'inflation à cette époque est surtout dûe à l'accroissement de la quantité d'or et d'argent provenant de l'Amérique ibérique.

C'est le contraire de la théorie du rognage, certes déjà « quantitative » mais par perte de poids, alors qu'avec Bodin, c'est le « gain de poids » qui explique l'inflation.

La première version de la théorie quantitative de la monnaie a été formulée par Jean Bodin en 1568, qui remarqua la corrélation positive entre l'augmentation du stock d'or et le niveau des prix dans l'économie⁸. L'explication donnée par Jean Bodin était que les économies dont la balance commerciale était excédentaire recevaient un flux net d'or, dont la conversion en monnaie domestique entraînait une augmentation de la masse monétaire, elle-même à l'origine d'une hausse des prix domestiques. L'augmentation du stock de monnaie se traduisait en effet par une augmentation des dépenses, sans accroissement correspondant de l'offre, l'ajustement sur le marché des biens réels se faisant alors naturellement par la hausse des prix. En termes simplifiés, si une économie produit des biens à usage exclusif de l'exportation et ne peut importer, la masse monétaire créée ne pourra être allouée à l'achat de biens domestiques, entraînant en théorie une hausse infinie de leur prix. Cette liaison entre le solde de la balance commerciale et le niveau des prix relatifs des deux économies impliquées fonde d'ailleurs la théorie de l'équilibre automatique de la balance commerciale, chère aux économistes classiques. Un pays dont la balance commerciale est excédentaire reçoit un flux net d'or ou de devises, traduit par une augmentation de la masse monétaire et une hausse simultanée des dépenses. Sur le marché des biens réels, la hausse des dépenses du pays excédentaire, non compensée par une hausse de l'offre, entraîne une hausse des prix relatifs et

⁶ Il en diminue le poids.

⁷ Jean Bodin, né en 1530 à Angers et mort en 1596, à Laon, est un juriste, économiste, philosophe et théoricien politique français, qui influença l'histoire intellectuelle de l'Europe par la formulation de ses théories économiques et de ses principes du « bon gouvernement ».

⁸ MARTEAU. D, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008, p 106.

donc une perte de compétitivité-prix vis-à-vis du pays déficitaire. La balance commerciale se rééquilibre automatiquement... ou grâce à la « main invisible ».

La relation de proportionnalité de Jean Bodin entre le niveau général des prix P et la masse monétaire M peut être formulée de cette manière⁹ :

$$P = a M \text{ ou } M = b P, \text{ avec } b = 1 / a$$

1.1.1.3/ La première théorie monétaire du taux d'intérêt :

La croissance de la quantité de monnaie fait baisser le taux d'intérêt nominal et surtout le taux d'intérêt réel, compte tenu de l'inflation. L'abondance explique « deux prix de la monnaie » : la baisse de sa valeur (ou l'augmentation du niveau général des prix) ; le prix taux d'intérêt.

1.1.2/ Les limites des théories quantitative, du commerce extérieur et du taux d'intérêt mercantiliste : le génie critique Cantillon

1.1.2.1/ Cantillon détruit la théorie du commerce extérieur

L'irlandais Richard Cantillon¹⁰ mettra en avant au début du XVIII^e siècle la contradiction fondamentale du mercantilisme : l'afflux d'or conséquence d'un excédent de la balance commerciale, va entraîner de l'inflation et donc une baisse de compétitivité commerciale, dans l'hypothèse de la théorie quantitative. En effet, l'afflux de monnaie d'une balance commerciale excédentaire fait monter les prix.

La théorie du rétablissement automatique de la balance extérieure venait de naître, première main invisible des marchés.

⁹ CASTEX. Patrick, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », l'Harmattan, 2007, p 34.

¹⁰ Le banquier Richard Cantillon est né en Irlande, vers 1680 (la date précise est inconnue), et décédé à Londres en 1734. Il a émigré en France en 1708. C'est en français qu'il a écrit son ouvrage, « Essai sur la nature du commerce en général ». Celui-ci ne sera publié qu'après sa mort en 1755. Il a été le premier à développer le concept de vitesse de circulation de la monnaie.

1.1.2.2/ Cantillon limite fortement la théorie quantitative, par la vitesse de circulation de la monnaie

D'une part, la variation de la quantité de monnaie présente des effets réels. D'abord sur la répartition des revenus : un propriétaire ou un prêteur percevant un revenu fixé en valeur nominale (rente ou intérêt) deviendra moins riche par l'inflation, au bénéfice des locataires et emprunteurs. Ce changement dans la répartition des revenus entraînera ensuite des modifications dans le commerce, la production, etc. L'inflation induit donc bien des effets réels.

D'autre part, Cantillon assimile surtout l'augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie à l'accélération de la dépense, de la déthésaurisation pour un stock de monnaie donné. Autrement dit, cette vitesse n'est pas qu'un indicateur purement monétaire mais met bien en relation le stock de monnaie et les transactions réelles. L'augmentation de la vitesse de circulation peut se substituer à celle de la quantité de monnaie.

Pour Cantillon, dans cette dernière analyse, c'est néanmoins surtout le niveau des prix qui est influencé par l'augmentation de la vitesse de circulation. Mais par ses effets réels, cette augmentation ne traduit que l'accélération de la dépense. C'est en fait le couple Mv qui induit soit de l'inflation, soit des effets réels : la théorie quantitative et la neutralité de la monnaie trouvent ainsi une double limite, d'autant plus que l'inflation elle-même ne peut fondamentalement s'expliquer pour Cantillon que par l'intermédiaire des phénomènes réels : une sorte d'inflation par la demande, par la dépense, et non par une mécanique simpliste purement monétaire.

1.1.2.3/ L'explication du taux d'intérêt par Cantillon

Pour le taux d'intérêt, Cantillon le fait dépendre des « altercations de marché » dans lesquelles un rôle décisif est joué par les anticipations de profit des entrepreneurs qui sont les principaux emprunteurs.

1.2/ Les classiques reprennent à leur compte la théorie quantitative

1.2.1/ Le libéralisme fondé sur la neutralité de la monnaie

L'école mercantiliste fut méprisée par les premiers libéraux : les physiocrates français du milieu du XVIII^e siècle, apôtres de l'agriculture française, puis surtout par les classiques britanniques. La voie était ouverte pour que le libéralisme passât outre-manche et s'applique

dans une économie industrielle où la question n'était déjà plus celle des exportations agricoles, mais au contraire des importations.

1.2.1.1/ Le libéralisme anti-mercantiliste

La critique de l'école mercantiliste fut le terreau des premiers libéraux : les physiocrates français du milieu du XVIII^e siècle suivis pas les classiques britanniques. Le chef de file de l'école des physiocrates est François Quesney; un compagnon de route important est le ministre éphémère de Louis XVI de 1774 à 1776 : Turgot. Leur libéralisme s'accompagne de la mise en avant de la neutralité de la monnaie et de la dichotomie. Comme pour Cantillon, Turgot anticipe de façon contradictoire des courants économiques ultérieurs, notamment le courant néoclassique autrichien.

D'un côté pour Turgot (encore mercantiliste), la monnaie reste le seul moyen d'accumuler du capital financier avant de constituer une entreprise capitaliste, ce qui suppose bien une possibilité de thésaurisation. D'un autre, déjà libéral, il est un précurseur de la « loi » de Say, contre les frayeurs « pré-keynésiens » des physiocrates où l'épargne est une fuite de la consommation ; il considère la thésaurisation comme théoriquement impossible. La contradiction entre ces deux conceptions est manifeste.

Quant au profit et au taux d'intérêt, il est la rémunération d'un capital monétaire prêté aux salariés avant que les capitalistes ne vendent les produits (anticipation de la théorie autrichienne) : il est donc, avec le taux de profit, fondé économiquement et même «moralement »

Enfin, l'abondance de monnaie ne peut faire baisser le taux d'intérêt.

1.2.1.2/ La théorie monétaire d'Adam Smith

Adam Smith, un philosophe moraliste écossais. Son passage de la philosophie à l'économie s'est réalisée grâce à son amitié indéfectible avec David Hume. Il critique le « système mercantile » et sa définition de la richesse comme avant tout monétaire, montrant que la seule Richesse des nations¹¹, ce sont les biens réels. La monnaie est un voile ; c'est en effet la première catégorie perceptible par l'observateur des phénomènes économiques (on voit les prix des choses). Il faut le soulever pour voir le cœur de la richesse (et les valeurs d'échange, les prix relatifs).

¹¹ Adam SMITH, Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations, 1776.

Pour Adam Smith, la monnaie n'est que l'expression de la valeur des autres biens. C'est essentiellement un moyen de paiement qui ne circule que pour payer des biens en évitant le troc. L'or-monnaie n'a donc pas d'utilité directe. Il n'est qu'un médium de la circulation et disparaît quand il n'y a plus de biens à acheter. En effet, en ce cas, les pièces d'or et, éventuellement, d'argent, sont démonétisées, c'est-à-dire fondues pour en faire un autre usage, pour fabriquer, par exemple, des bijoux. Quant au papier-monnaie, qui se substitue petit à petit à l'or, lorsqu'il est excédentaire, il part à l'étranger en paiement d'importations de marchandises et disparaît ainsi, lui aussi, de la circulation monétaire. Donc, d'une part, il n'est pas nécessaire de thésauriser puisque la convertibilité garantit que toute quantité excédentaire est démonétisée par fonte des espèces, et, d'autre part, contrairement à ce que pensaient les mercantilistes, on ne saurait inclure l'or et l'argent monétaire dans la richesse des nations.

Contrairement aux mercantilistes, les classiques négligent la structure de réserve de valeur de la monnaie et mettent en avant sa fonction d'intermédiaire des échanges : il est irrationnel de détenir de la monnaie sans la prêter, sauf pour assurer les transactions mais pour un temps infime, car est alors perdu le taux d'intérêt. Cependant, Adam Smith n'est pas un adepte de la théorie quantitative : il envisage les effets réels de l'émission de papier de monnaie et du crédit bancaire demandé pour être utilisé pour l'activité économique. Le crédit bancaire permet de développer le capital des entreprises ; néanmoins il présente une limite : la crise de liquidité des banques. Autrement dit, Smith perçoit à la fois dans son hésitation le caractère vertueux et actif du crédit bancaire (repris plus tard par la Banking school) et son caractère nocif (mis en relief par la currency school).

Il envisage en outre la liaison inverse à la tradition quantitativiste : les variations de prix expliquent la variation de la masse monétaire. Enfin, comme Cantillon, le crédit bancaire ne crée pas de monnaie mais accélère la vitesse de circulation de la vraie monnaie en métaux précieux.

1.2.1.3/ La théorie du taux d'intérêt variable réelle pour Smith et les classiques

Dans l'analyse classique, le taux d'intérêt est déterminé par la confrontation de la demande d'emprunt et de l'offre d'épargne des agents non financiers. Pour les ménages épargnants, le taux d'intérêt représente le prix de la renonciation à la consommation présente et détermine l'affectation du revenu entre consommation et épargne. Le besoin d'emprunt est déterminé par le besoin d'investissement. Les entreprises comparent la productivité marginale

de leur investissement au coût de leur emprunt. Knut Wicksell¹² (1898) est le précurseur de cette analyse. Les entreprises comparent, selon cet auteur, le taux d'intérêt naturel qui est le taux de rendement marginal du capital, et le taux d'intérêt monétaire. Ce dernier résulte de la confrontation de l'offre de fonds (des ménages et des banques) et de la demande de fonds par les entreprises. Le taux d'intérêt monétaire détermine le coût de l'emprunt pour les entreprises. La condition d'équilibre d'un tel système est l'égalité entre le deux taux (monétaire et réel).

Le taux d'intérêt n'est plus une variable monétaire, mais une variable réelle : il n'est qu'un morceau du profit né du travail rémunérant le capital prêté aux capitalistes en manque de fonds propres, et est donc calculé à partir du taux de profit des propriétaires des capitaux propres moins une prime de risque que ces derniers prennent, mais pas les prêteurs. En cas de faillite en effet, les prêteurs se servent en priorité sur l'actif de l'entreprise ; les propriétaires ne peuvent récupérer que l'éventuel résidu.

1.2.1.4/ La nouvelle théorie quantitative de David Ricardo

La théorie quantitative classique est celle de Ricardo. Elle est nouvelle car la quantité de monnaie n'est plus seulement celle en métaux précieux. S'y ajoute deux masses monétaires : la monnaie fiduciaire émise par la Banque centrale censée être en valeur équivalente au stock d'or ; la monnaie de crédit que les banquiers sont censés créer, souvent sous forme fiduciaire. Le crédit crée donc pour Ricardo une nouvelle masse monétaire, contrairement à Cantillon et Smith ; c'est la nouveauté de Ricardo. La cause de l'inflation n'est plus seulement l'afflux d'or mais la surémission des billets de banque –par le crédit– comparé aux réserves d'or de la Banque centrale.

Ricardo (1817) sera intégriste en reformulant, sans l'écrire mathématiquement, la relation de proportionnalité entre la masse monétaire et le niveau général des prix¹³ : $M = P T$

¹² Knut Wicksell (1851-1926), est un économiste suédois, auteur des « Lectures d'économie politique » (1901), un ouvrage qui préfigure l'intérêt que les keynésiens porteront à la monnaie et aux incidences de cette dernière sur l'économie réelle, aux antipodes de « neutralité monétaire » chère aux classiques. Son analyse monétaire vise à comprendre la dynamique des systèmes modernes dans lesquels le financement des entreprises est massivement le fait du système bancaire.

¹³ CASTEX. P, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », l'Harmattan, 2007, p 40.

Il faudrait plutôt écrire $P = M (1/T)$ pour indiquer que le niveau général des prix est proportionnel à la quantité de monnaie et que l'inflation trouve sa cause dans une croissance excessive de cette dernière. Ricardo feint d'oublier la vitesse de circulation de la monnaie ; énigme ou oubli probablement volontaire car la prise en compte de la vitesse de circulation comme chez Cantillon affaiblit la théorie quantitative, sauf à supposer sa constance.

La relation suggérée par Ricardo n'est en outre techniquement évidente que si l'économie n'est composée que d'un seul produit (et donc d'un seul prix). Dans une économie réelle à plusieurs produits, T représente des transactions en volume (somme des transactions multipliées par des prix constants), et P est le niveau général des prix calculé par un indice. En outre, il faut supposer que toute la masse monétaire participe aux transactions, qu'il n'existe aucune monnaie « oisive », aucune thésaurisation.

Enfin, la théorie quantitative de la monnaie de Ricardo ce n'est pas l'identité comptable $M \equiv P T$ considérée comme une équation ; elle n'apparaît que lorsque l'on affirme que toute variation de la quantité de monnaie M ne peut présenter d'effets réels, dans cette hypothèse seul le niveau des prix P peut varier. On a alors une équation liant M à P, plus exactement une relation de causalité : $M \rightarrow P$. Mais cette inflation peut être due à des phénomènes réels, ce que les critiques de Ricardo, en particulier avec la Banking school, vont tenter de montrer en suggérant : $P \rightarrow M$.

1.2.1.5/ La « loi des débouchés », ou « loi » de Say, ne s'explique que par la neutralité de la monnaie

C'est en 1803 dans son *Traité d'Economie Politique* que l'économiste français J.B. Say a formulé la loi des débouchés : « c'est la production qui ouvre des débouchés aux produits » ou encore « l'offre crée sa propre demande »¹⁴.

Cette loi constitue la formulation historique de l'équilibre économique chez les économistes classiques et elle se réfère à une théorie de l'offre.

Dans une économie de troc, et en dépit des difficultés à faire coïncider les besoins des différents agents, les produits (biens et services) s'échangent bien contre des produits : un même agent offre un bien et demande un autre bien.

¹⁴ MENENDIAN. Claude, « fiches de macroéconomie », édition marketing S.A., 1997, p65.

Mais pour Say, l'échange de produits contre des produits reste valable dans une économie monétaire, car la monnaie ne joue qu'un rôle d'intermédiaire des échanges et ne fait l'objet d'aucune demande pour elle-même.

Say dit que « la monnaie est un voile » qui ne sert, tout au plus, qu'à « véhiculer » les produits. Ainsi, la monnaie n'a pas d'influence sur la nature des échanges et toute demande de monnaie excessive par rapport aux transactions effectuées est impossible : les agents ne peuvent thésauriser, c'est-à-dire détenir des encaisses monétaires oisives.

Par suite, ce sont bien des produits qui s'échangent entre eux.

Il apparaît donc que la monnaie est neutre en ce sens qu'elle n'influe pas sur l'économie réelle (marché des biens et services). Il existe une dichotomie entre la sphère réelle de l'économie qui concerne la production des biens et services, seule créatrice de valeur, et la sphère monétaire dans laquelle serait uniquement déterminé le niveau général des prix à partir de la masse monétaire en circulation.

C'est l'offre, c'est-à-dire la production de biens et services qui engendre une valeur qui, dans toute économie monétaire, se transforme en revenus.

Ces revenus créés sont distribués aux agents qui ont apporté leur contribution à la production, sous forme de salaires, intérêts, profits,...

Mais puisque la monnaie n'est pas thésaurisée, elle est dépensée dans sa totalité pour se procurer de nouveaux produits : l'offre de monnaie et la demande de monnaie sont toujours équilibrées.

Remarquons que la loi de Say n'exclut pas la constitution d'épargne : les agents dépensent une partie de leurs revenus en achats de biens de consommation et épargnent l'autre partie. Mais le montant de l'épargne ainsi mis en circulation va être utilisé par d'autres agents à des fins de dépenses d'investissement.

Ainsi, la valeur de la production se transforme en un montant équivalent de revenus qui sont intégralement dépensés pour acheter les produits : « les produits s'échangent contre des produits ». Autrement dit : la demande globale est toujours égale à l'offre globale et par suite, l'équilibre économique est toujours réalisé, de sorte que si l'offre augmente, alors la demande augmente et si l'offre diminue, alors la demande diminue.

Dans ces conditions, les situations de déséquilibre économique ou de désajustements entre l'offre et la demande globales ne peuvent qu'être passagères et sont causées par les rigidités temporaires qui existent sur les marchés.

Par exemple, la flexibilité des prix (notamment à la baisse) permet de cesser la production d'un bien faisant l'objet d'une surproduction.

De même, un accroissement de l'emploi est réalisable grâce à la mobilité des facteurs de production et à l'augmentation du volume de production : cette dernière est toujours possible car elle trouvera une demande correspondante.

1.2.2/ Le débat Currency school Banking school : pour ou contre la théorie quantitative ?

La question centrale de ce débat britannique (du début au milieu du XIX^e siècle) peut se réduire à la suivante : le crédit bancaire sous forme de billets de banque émis par la Banque centrale pour une valeur supérieure à celle des réserves en or est-il cause d'inflation et/ou de développement économique ?

1.2.2.1/ Premier débat : les antibullionnistes contre les bullionnistes

La controverse bullionniste est un débat apparu vers les années 1800 en Angleterre sur la question de la convertibilité des billets de banque en or. En d'autres termes, fallait-il ou non que les billets de banque soient convertibles en or ?

Au 18^{ème} siècle, il existait un système de compensation entre les banques anglaises. Les Banques étaient autorisées à émettre des billets. Sur les billets figurait un texte indiquant « *La banque X s'engage à payer au porteur de ce billet la somme de X livres* ». Cet engagement était réel. Toute personne ayant des billets pouvait les apporter au guichet de la banque émettrice et obtenir une quantité d'or équivalente à la valeur inscrite sur le billet. Le billet était donc convertible sur la base de ce que la banque détenait en or dans ses coffres. Cependant aucune banque n'avait dans ses coffres une quantité d'or équivalente à la quantité de billets qu'elle mettait en circulation.

En 1797, des rumeurs se sont répandues en Angleterre d'après lesquelles les armées françaises auraient débarqué sur le sol anglais. Ces rumeurs provoquèrent une vaste panique et les détenteurs de billets se ruèrent vers les banques pour en demander le remboursement en or.

Pour éviter une catastrophe, le gouvernement donna l'autorisation aux banques de ne plus assurer la convertibilité des billets. Lorsque la crise fut apaisée, le gouvernement ne rétablit pas la convertibilité. Il autorisa au contraire les banques à poursuivre leur émission de monnaie sans contrepartie de convertibilité.

Il s'ensuivit alors un débat entre les bullionistes et les anti-bullionistes : Les bullionistes souhaitaient un retour à la convertibilité. Les anti-bullionistes plaidaient pour le maintien de l'inconvertibilité.

Pour les bullionistes¹⁵, la convertibilité était le garant du bon fonctionnement du système. Si les banques avaient l'obligation de convertir leurs billets en or, on serait sûr que l'émission de monnaie resterait contrôlable. En l'absence de convertibilité, on risquait d'avoir un excès de monnaie dans l'économie et donc une baisse de la valeur de la monnaie, c'est-à-dire de l'inflation. Les bullionistes étaient donc des partisans de la théorie quantitative de la monnaie. David RICARDO était bullioniste, ainsi que Henry THORNTON¹⁶ (1760-1815) et John WHEATLEY (1772-1830), parmi les plus connus.

A l'inverse, les anti bullionistes, ne croyaient pas à la théorie quantitative de la monnaie, mais adhéraient plutôt à la doctrine des dettes réelles (real bills doctrine). La doctrine des dettes réelles ou doctrine anti bullionistes soutenait que la quantité de monnaie dans une économie n'est pas déterminée de façon exogène, mais qu'elle l'est de façon endogène. En d'autres termes, si les banques créent de la monnaie, c'est en réponse aux besoins des agents économiques. Ils ne pensent donc pas qu'une augmentation de la quantité de monnaie puisse être à l'origine de l'inflation. Ils étaient ainsi favorables au maintien de la

¹⁵ Cette appellation provient de bullion, lingot (d'or ou d'argent) : la valeur de la monnaie fiduciaire émise ne doit pas dépasser celle de ces lingots.

¹⁶ L'anglais Henry Thornton fut banquier, parlementaire et économiste. En 1802, il publia *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, communément appelé *Paper Credit*. Il recense les moyens de paiements en circulation à l'époque et observe notamment qu'une augmentation des taux d'intérêt attire les capitaux étrangers en Grande-Bretagne.

non convertibilité. Adam SMITH était anti bullionistes, tout comme John LAW¹⁷ (1671-1729) le fut avant lui.

1.2.2.2/ Second débat: Banking school contre Currency school

En 1844, le Banking Act donna à la Banque d'Angleterre le monopole d'émission des billets. Les billets émis étaient inconvertibles (sur le plan interne) mais la Banque devait maintenir un certain ratio entre les billets émis et les réserves d'or dont elle disposait.

Cette fois, le débat porta sur la question de savoir si cette parité devait être respectée ou non.

Les héritiers des bullionistes, les tenants de la Currency school, étaient favorables au maintien de cette parité qui offrait un rempart selon eux contre l'inflation. On trouvait parmi eux Lord OVERSTONE (1796-1883), James R. McCULLOCH (1789-1864), Thomas JOPLIN (1790-1847) et Samuel M. LONGFIELD (1802-1884).

Les héritiers des anti-bullionnistes, les tenants de la Banking School, étaient contre le maintien d'une parité fixe de convertibilité. Ils étaient favorables à un ajustement de la parité en fonction des besoins de l'économie. On trouvait parmi eux Thomas TOOKE¹⁸ (1774-1858), John FULLARTON¹⁹ (1780-1849) et John Stuart MILL²⁰ (1806-1873).

Les héritiers des bullionnistes dont David Ricardo au début de la bataille, en déduisaient qu'il n'était pas question que la Banque d'Angleterre émette plus de billets que son stock d'or, pour éviter l'inflation annoncée par la théorie quantitative. Ils sont adeptes du Currency principle (principe de circulation ou, mieux, principe de monnaie légale).

¹⁷ John Law, est un banquier et économiste écossais. Il fut l'inventeur d'un système dans lequel, pour la première fois, le crédit pouvait donner naissance à la monnaie, puis ministre des Finances du royaume de France, qui lui doit l'introduction du billet de banque et d'une des premières bourses au monde. Son idée économique est que l'argent est un moyen d'échange et ne constitue pas une richesse en soi. La richesse nationale dépend du commerce. Pour la France, il est le père de la finance et de l'utilisation du papier-monnaie à la place des espèces métalliques et des factures.

¹⁸ Tooke Thomas, économiste anglais, est l'un des principaux représentants de la Banking School qui rassemblait les partisans d'une totale liberté accordée aux banques quant à l'émission de leurs billets, et qui s'opposait à la Currency School, défendue par David Ricardo, qui militait en faveur d'une réglementation de l'émission monétaire. Selon Thomas Tooke, il ne servait à rien de réglementer puisque, par principe, c'est le niveau de l'activité économique qui commande le volume d'émission des billets.

¹⁹ Economiste anglais, John Fullarton fut d'abord chirurgien puis banquier aux Indes. Représentant de la Banking School, son analyse de l'autorégulation du système bancaire dans son ensemble, et des dangers que représente une sur-activité bancaire dans un cadre concurrentiel, a fortement inspiré Karl Marx et les marxistes.

²⁰ J.S Mill est le fils de l'historien, économiste et philosophe écossais James Mill. Il est surtout connu pour sa contribution au courant utilitariste, courant qui formera un pilier essentiel de l'école néo-classique.

Les partisans de la Banking school sont adeptes du Banking principle (principe de banque ou, mieux, principe du crédit). Pour ses principaux théoriciens, Tooke et Fullarton, la monnaie de crédit peut permettre l'expansion économique. En effet, tout crédit demandé n'est que pour développer la production (achats de matières premières, paiement des salaires, acquisitions de biens d'équipement). L'expansion de la masse monétaire précède simplement celle de la croissance économique. On en oublie presque que, dans ce débat, la Banking school ne se contentait pas d'affirmer que la croissance de la quantité de monnaie n'était pas forcément inflationniste mais au contraire pouvait doper la croissance. De plus, pour ces derniers, le crédit bancaire ne crée pas vraiment de monnaie, il accélère seulement sa vitesse de circulation, comme chez Cantillon et Smith, et n'est pas obligatoirement inflationniste si la demande de monnaie endogène répond aux besoins de l'économie. On retrouve le couple $M V$ contre la seule quantité M de Ricardo.

Pour la Banking school, l'optique de la circulation de la monnaie de crédit est celle d'un circuit avec monnaie endogène et non pas de marché. Ce point de vue est rarement proposé : il fait de la théorie monétaire de cette école une approche beaucoup plus radicale de celle de Keynes où la monnaie restera exogène, reprenant la vision néoclassique héritée de la Currency school d'un véritable marché de la monnaie où la masse offerte doit être sévèrement contrôlée selon le point de vue de la théorie quantitative évidemment.

Pour les économistes classiques, tout choc exogène de masse monétaire n'a qu'un impact sur le niveau général des prix, et ne modifie en aucune manière le niveau des variables réelles, parmi lesquelles l'activité économique. La politique monétaire est donc « inefficace » et ne peut jouer aucun rôle stabilisateur. Mais la politique monétaire n'en demeure pas moins légitime dans l'univers classique, dans la mesure où elle doit s'efforcer de contrôler la progression de la masse monétaire, très corrélée à l'évolution du niveau général des prix. L'inflation est principalement un phénomène monétaire, résultant d'un accroissement de la masse monétaire plus rapide que celui de la production réelle, et entraînant tout aussi bien une perte de compétitivité de l'économie nationale qu'une modification non désirée de la structure de revenus et d'épargne des agents économiques. Elle doit être donc combattue, à travers une politique monétaire restrictive.

Section 2 : De Marx aux néoclassiques

La monnaie est chez les néoclassiques considérée comme neutre. Il y a indépendance des variables réelles par rapport aux variables monétaires : la quantité de biens et de services produits ne saurait être influencée par la variation de la quantité de monnaie.

2.1/ Les apports de Marx à la théorie monétaire et financière

2.1.1/ La nature de la monnaie et les hésitations théoriques de Marx

Marx hésite entre la conception de la monnaie bien économique et la monnaie institution. Elle est en fait pour lui les deux à la fois.

Elle est d'abord un équivalent général, une monnaie marchandise en métaux précieux dans tout rapport marchand monétisé. Soit dans la circulation simple M-A-M. Soit dans la circulation productive A-M-A'. La circulation simple²¹ suppose l'équivalence des échanges en valeur travail. La circulation productive²² est à l'origine de la création de la plus-value devenant profit ($A' > A$) au sein du processus de production.

Elle est aussi une institution, au signe social. Le fétichisme de la monnaie comme celui de la marchandise que Marx critique sont ceux des économistes les considérant comme des choses (métaux précieux et biens réels) alors qu'ils sont des rapports sociaux : valeur travail cristallisée dans un équivalent général – et avec une sanction sociale d'institution- pour la première ; simple valeur du couple valeur d'usage et valeur d'échange pour la seconde.

2.1.2/ La monnaie marchandise « équivalent général »

2.1.2.1/ Le « renversement des pôles de la valeur » dans l'échange et la monnaie équivalent général

Pour Marx, développant la théorie de la valeur travail de Ricardo, les échanges sont fondés sur la « loi de la valeur » : si une certaine quantité de sardines s'échange contre une certaine quantité de radis, c'est que la même « quantité de travail moyenne socialement nécessaire » a produit ces deux quantités. Cependant, l'utilité des produits ne peut être évacuée ; elle ne l'est pas par Marx. Les « pôles de valeur » concernent la dialectique de la

²¹ « Vendre pour acheter », l'entreprise vendant ses produits ou les salariés leur force de travail. Une marchandise est vendue contre de la monnaie qui rachète des marchandises.

²² « Acheter pour vendre », l'entreprise achetant la force de travail, les matières premières et les machines. L'argent achète des marchandises, dont la force de travail créant plus de valeur que celle du salaire payé.

valeur qui se divise donc en deux « pôles » : valeur d'usage –l'utilité qui restera le seul fondement des prix pour les néoclassiques- et valeur d'échange fondée sur la quantité de travail. Cette analyse lui permet d'introduire le concept d'équivalent général devenant « forme monnaie » ou monnaie-marchandise. Ce concept s'établit progressivement à partir des « formes de la valeur », c'est-à-dire les rôles dans l'échange.

La « forme relative » renvoie à celle d'une marchandise offerte contre une autre : ces marchandises demandées prennent pour l'offreur la « forme équivalent ». La seconde est désirée pour son « pôle » valeur d'usage (c'est pour cela qu'elle est demandée), la forme relative étant celle de la marchandise offerte en tant que valeur d'échange (c'est pour cela qu'elle est abandonnée) ; pour le demandeur de sardines lui-même offreur de radis, la relation est évidemment inverse. C'est le « renversement des pôles de la valeur » du couple valeur d'usage, valeur d'échange qui fonde la rationalité de l'échange.

L'échange est gagnant-gagnant en termes de valeurs d'usage alors que les valeurs d'échange en quantité de travail sont équivalentes.

La forme équivalent est, quand on a choisi une marchandise quelconque toujours identique, la « forme équivalent général », un numéraire dans lequel sont exprimées les valeurs d'échange des autres marchandises. Cette forme équivalent peut devenir la « forme monnaie » considérée à la fois comme une marchandise élue-exclue des marchandises ordinaires : le « Dieu des marchandises ». Elue car elle représente toutes les autres valeurs et reste une marchandise avec sa valeur travail ; exclue car elle n'est plus une marchandise comme une autre.

2.1.2.2/ De la « circulation simple de la monnaie M-A-M » dans la forme de production marchande simple à sa « circulation productive A-M-A' » : la monnaie-capital dans le mode de production capitaliste

Les échanges de la circulation M-A-M sont les échanges entre équivalents, en valeurs travail identiques –c'est pour cela que Marx parle d'une « circulation simple ». Le capitalisme est perçu par Marx dans *Le Capital* comme l'aboutissement de la « petite production marchande ».

Pourtant, la structure du système mode de production capitaliste est totalement différente de celle de la « forme marchande simple » ou du « mode de production artisanal-marchand ». En effet, aucune structure de domination n'apparaît dans cette dernière ou ce

dernier : la monnaie y est bien l'instrument d'un échange entre égaux et jamais une monnaie-capital.

Avec le capitalisme, l'aspect réserve de valeur de la monnaie va se cristalliser, sa structure en monnaie-capital qui rend nécessaire la thésaurisation ; pourtant Marx ne continue à ne percevoir que la circulation : les flux de fonctionnement.

Dans la circulation simple, on vend une marchandise M contre de la monnaie ou de l'argent A pour acheter une autre marchandise M de même valeur travail : M-A-M, et la loi de la valeur est donc respectée.

La plus-value devenant profit n'apparaît que dans la « circulation productive » quand l'argent devient du capital, et avec une seule marchandise, la force de travail FT : A-M-A', plus exactement A-FT-A'. Les autres marchandises achetées sont du capital constant C, constant car ne faisant que transmettre sa valeur ; la force de travail est du capital variable V, variable car produisant la plus-value PL. On présente souvent l'apparition de la plus-value par ce qui ressemble à une équation chimique $(C + V \rightarrow C + V + PL)^{23}$; dans cette relation C, V et PL sont des valeurs travail –comme chez les classiques – et non pas de l'argent, alors que la monnaie est au centre du processus de cette circulation productive par A-M-A'.

2.1.2.3/ Les possibilités théoriques de la thésaurisation

Marx parle toujours des deux circulations, simple ou productive ; il ne parle alors que des flux dans l'échange. Pourtant, Marx reconnaît évidemment que l'argent peut arrêter sa circulation par au moins deux types de thésaurisation. La première pour permettre les simples transactions. La seconde pour assurer l'accumulation, les investissements supplémentaires.

L'expression « instrument de thésaurisation ou d'accumulation » remplace chez Marx l'appellation réserve de valeur de la monnaie. C'est par là que Marx rompt radicalement avec les classiques où l'accumulation du capital réel n'a pas besoin de monnaie.

²³ CASTEX Patrick, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », L'Harmattan, 2007, p 50.

2.1.3/ Ebauche par Marx d'une théorie monétaire et financière

2.1.3.1/ Critique de la théorie quantitative et hésitations concernant le caractère de création monétaire par le crédit bancaire

Marx reprend la critique de Tooke de la théorie quantitative de la monnaie : c'est la masse monétaire qui suit l'évolution du niveau général des prix et pas le contraire. Il reconnaît néanmoins la théorie quantitative pour la seule monnaie en métaux précieux, grâce à la théorie de la valeur travail si la productivité du travail pour la produire bondit, mais à condition que les productivités ne soient pas modifiées pour tous les autres produits.

Marx regrette la théorie quantitative dont la raison principale tient à ce que « la quantité totale d'or en circulation se dilate ou se contracte continuellement » autrement dit, le rapport entre la circulation effective et la masse des moyens de paiement existants varie sans cesse. La vitesse de circulation n'est pas constante.

Il distingue comme Tooke la monnaie de crédit de la monnaie or ou fiduciaire gagée sur l'or, contrairement à Ricardo. Le crédit bancaire, c'est l'intermédiaire au sens propre, mais il cite à peine la « création » monétaire, le crédit créant une monnaie « fictive » ; encore une reprise de Tooke.

2.1.3.2/ Critique de la théorie classique du taux d'intérêt : l'embryon d'une « théorie monétaire du cycle » économique dans la conjoncture

Le taux d'intérêt n'est pas déterminé selon Marx, contrairement au taux de profit moyen, par des variables naturelles (celles de la valeur travail), mais seulement par « la concurrence » des capitaux entre prêteurs et emprunteurs et surtout l'influence du crédit bancaire dans le cycle économique.

La conception du taux d'intérêt de Smith, déterminé à partir du taux de profit moins une prime de risque, est donc critiquée par Marx, mais avec combien d'hésitations : il existe une contradiction fondamentale entre les influences de court terme de la conjoncture et les tendances à long terme.

En effet, singulièrement en période de crise quand le taux de profit fond comme neige au soleil, une variation de la quantité de monnaie demandée pour rembourser des dettes va augmenter fortement les taux d'intérêt courts : par le jeu de l'offre et de la demande, les taux

bancaires peuvent bondir. Marx évoque la possibilité d'une baisse tendancielle du taux d'intérêt en liaison avec sa théorie de la baisse tendancielle (à long terme), du taux de profit.

Cependant, la liaison positive sur longue période entre le taux d'intérêt et le taux de profit disparaît dans le cycle économique de la conjoncture. Le taux d'intérêt est faible (avec des taux de profit en forte croissance) en période d'expansion et élevé en période de crise et récession. Marx anticipe donc les théories monétaires du cycle.

Selon Marx, le capitalisme est un système économique (et social) de plus en plus instable quand les capitaux industriels et commerciaux fusionnent avec la sphère monétaire et bancaire pour donner le « capital financier » et le jeu boursier. Malgré ses interventions, une Banque Centrale prêteuse en dernier ressort ne pourra réguler ce système par nature instable : pierre anticipée dans le jardin de Keynes.

2.2/ De la neutralité néoclassique aux effets réels transitoires des dissidents Wicksell et Hayek

2.2.1/ La théorie néoclassique traditionnelle : de Léon Walras à Alfred Marshall et l'école de Cambridge, en passant par Irving Fisher

La théorie néoclassique naît en trois endroits différents vers les années 1870. Sa première rupture fondamentale avec les classiques est le refus de la valeur travail pour promouvoir la théorie subjective de la valeur utilité (marginale) : la théorie marginaliste. Sa deuxième est le passage de l'analyse macroéconomique à l'analyse microéconomique. Quant à la théorie monétaire (neutralité, dichotomie et théorie quantitative de la monnaie), elle est globalement conservée, il est vrai avec quelques accros à la neutralité.

2.2.1.1/ L'analyse microéconomique des néoclassiques, le marché du capital et le taux d'intérêt variable réel

Les prix sont déterminés sur un marché de concurrence « pure et parfaite » à partir des comparaisons des seules utilités marginales. Le capitaliste disparaît, remplacé par l'entrepreneur qui combine les facteurs de production : le travail, les ressources naturelles mais, nouveauté, le capital qui devient productif. L'entrepreneur n'est que le mandataire des propriétaires des capitaux financiers : les actionnaires en langage moderne.

Dans les hypothèses néoclassiques, se confrontent l'offre et la demande de capitaux. Il s'agit du marché des « fonds prêtables » à ne pas confondre avec le marché de la monnaie : l'épargne est une non-consommation de biens réels et non une offre de monnaie. L'épargne croît avec le taux d'intérêt réel, l'investissement diminue avec lui car sa productivité marginale est décroissante. Il s'agit d'une théorie non monétaire du taux d'intérêt, comme chez les classiques, mais tout à fait différente : le taux de profit des classiques disparaît et avec lui le taux d'intérêt s'en déduisant selon Smith par une prime de risque. C'est directement le taux d'intérêt (réel) qui est la variable clé des néoclassiques. Les fluctuations du taux d'intérêt réel mais aussi les variables des « quantités » offertes et demandées de fonds prêtables en fonction de ce prix, assurent l'égalité de l'investissement I et de l'épargne S : $I = S$, toujours.

2.2.1.2/ La monnaie chez Walras

La monnaie est pratiquement absente du modèle d'équilibre général élaboré par Léon Walras²⁴ : les prix des biens sont des taux d'échange de chaque bien calculés par rapport à un bien-étalon qui joue alors le rôle d'unité de compte. Mais, dans ce modèle, il n'y a pas réellement besoin d'une monnaie qui serve de moyen de transaction. Comme, de plus, on connaît, dès le départ, les prix d'équilibre, et que l'équilibre général se réalise instantanément, il n'y a pas, non plus, besoin d'une monnaie « instrument de réserve ». Ce modèle est donc avant tout un modèle d'équilibre réel, et non un modèle d'équilibre monétaire.

Walras, comme Marx, a commencé sa carrière d'économiste en critiquant Proudhon²⁵ (1809-1865), par son premier texte publié de 1860. Sa théorie monétaire a beaucoup évolué ; c'est dans sa théorie mathématique de la richesse sociale, de 1883 que, outre une « théorie mathématique du bimétallisme », on trouve une démonstration mathématique de la théorie quantitative, avec néanmoins ses limites : « cette dépréciation de la monnaie par suite de l'émission des billets de banque a été justement affinée, sinon convenablement expliquée, nous allons y procéder mathématiquement », écrit Walras. Il l'effectue par une démonstration microéconomique avec deux marchandises, la monnaie et un autre bien ; il s'occupe de la valeur de la monnaie, c'est-à-dire du prix de la monnaie marchandise en métaux précieux, et non pas, comme dans la présentation traditionnelle du niveau général des prix. Il en conclut

²⁴ Léon Walras (1834-1910), est un économiste français. Il a décrit l'équilibre général de concurrence pure et parfaite et cherche à montrer que cet équilibre est optimal. Il veut dire par là que l'équilibre de concurrence parfaite permettrait le plein emploi de tous les facteurs de production.

²⁵ Pierre-Joseph Proudhon, est un polémiste, journaliste, économiste, philosophe et sociologue français. Précurseur de l'anarchisme, il est le seul théoricien révolutionnaire du XIXe siècle à être issu du milieu ouvrier.

que « les émissions de plus en plus considérables de billets de banque réduisent de plus en plus le prix de la marchandise monnaie en une autre marchandise quelconque ou, en d'autres termes, élèvent de plus en plus le prix de toutes les marchandises en la marchandise monnaie ».

Cependant, comme le fera plus tard Fisher, Walras mentionne l'existence d'effets réels pendant ce qu'il nomme « la période d'émission » par « ...une extension du crédit » dont il tente de montrer à la fois la réalité et le caractère éphémère. Il ne fait là que reprendre Adam Smith où le crédit bancaire accroît la quantité de capital.

Ces aspects de la pensée de Walras sont rarement mis en relief. Ce n'est pas le cas de l'analyse la plus connue de Walras (1874) : la loi de Walras. Dans son système d'équilibre général qui est donc une économie de troc mais avec une marchandise numéraire à ne pas confondre avec une monnaie utilisée dans les transactions et servant de réserve de valeur, Walras constate que les nombreuses inconnues de son système et les équations correspondantes ne sont pas égales : il y a une condition d'équilibre, une équation en trop. Le numéraire peut devenir monnaie « véritable » ; les prix étant mesurés par le numéraire ou la monnaie, tout système de prix multiplié par un nombre quelconque satisfait l'équilibre général : ce qui compte, ce sont les prix relatifs et non les prix absolus (postulat d'homogénéité).

S'il y a équilibre sur $n-1$ marchés, le n ème est en équilibre et il y a bien une équation de trop : c'est la loi de Walras qui introduit encore la neutralité de la monnaie. Cette loi est en général présentée en disant que l'offre excédentaire de biens (offre totale moins demande totale), y compris la monnaie, est nulle, ce qui renvoie bien à une vision pour le moins optimiste de l'équilibre général, mais n'est qu'une conséquence de deux hypothèses : celle de la flexibilité des prix de Walras ; celle de la neutralité de la monnaie de Say qui correspond à l'irrationalité de sa thésaurisation. Cependant, cette loi pose une question rarement soulevée : l'équilibre général de Walras concerne les flux alors que la monnaie se caractérise avant tout par son stock, même et surtout dans la théorie quantitative.

L'embryon d'équation des échanges, évoqué par Walras avant Fisher tente de résoudre le problème.

2.2.1.3/ L'équation des échanges d'Irving Fisher et le retour à la macroéconomie

C'est à l'économiste Irving Fisher ²⁶ qu'est spontanément rattachée la théorie quantitative de la monnaie, souvent résumée par l'affirmation d'une corrélation entre l'inflation et la masse monétaire.

L'équation de la théorie quantitative de la monnaie s'écrit :

$$\boxed{M \times V = P \times Y} \quad (1)$$

Où :

M : masse monétaire dans l'économie ;

V : vitesse de rotation de la monnaie²⁷ ;

P : niveau général des prix dans l'économie ;

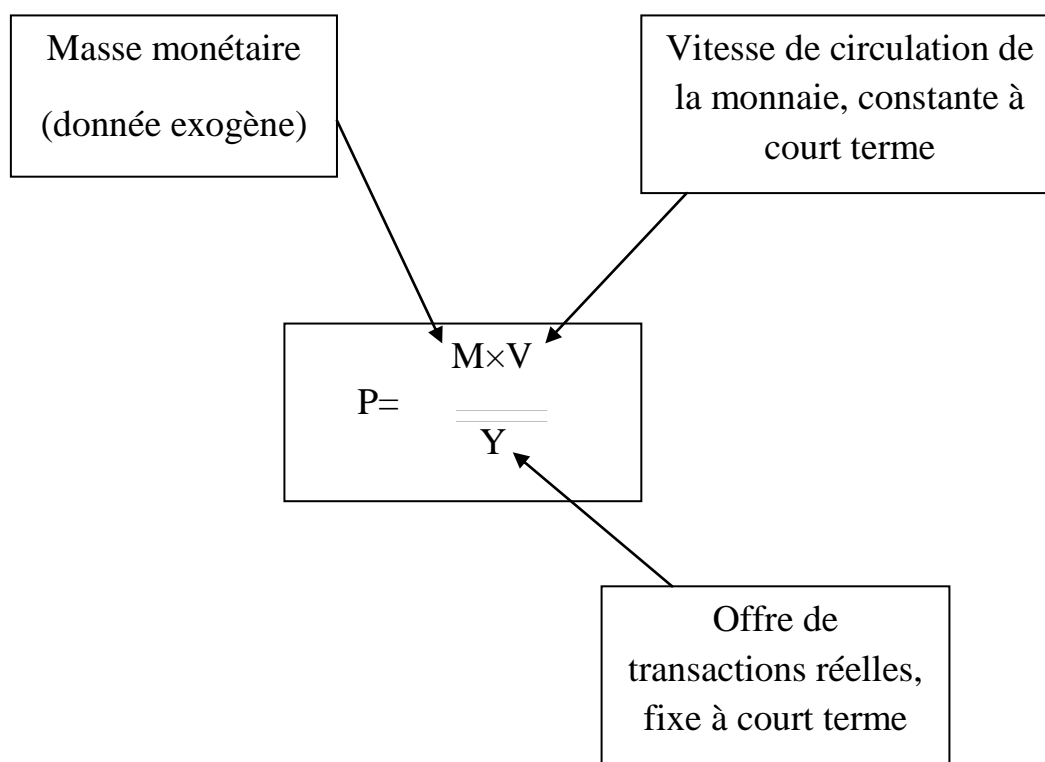
Y : valeur ajoutée réelle. Sous l'hypothèse de l'absence de variation de stocks, la production Y est égale au volume des transactions T, qui remplace parfois Y dans l'équation.

L'interprétation de l'équation (1) est double. Elle peut n'être lue que comme une simple identité comptable entre deux expressions différentes de la valeur des transactions réalisées au cours d'une période donnée. A droite, (P×Y) représente le prix moyen des transactions multiplié par leur volume, soit la valeur des transactions. A gauche, (M×V) représente le stock de monnaie multiplié par son nombre de rotations, soit la valeur des flux monétaires affectés aux transactions. L'hypothèse implicite est que la monnaie n'est utilisée qu'à des fins transactionnelles, sans autre motif, par exemple celui de spéculation introduit plus tard par Keynes. Sous cette perspective, l'équation de Fisher n'est alors qu'une simple égalité comptable entre deux expressions des flux monétaires affectés aux transactions.

²⁶ Irving Fisher (1867-1947), économiste américain connu pour ses travaux sur les taux d'intérêt et la théorie du capital. Dans son ouvrage de 1911 « Pouvoir d'achat de la monnaie », il s'efforce de réhabiliter la théorie quantitative de la monnaie. Pour cela, il veut montrer que l'équation des échanges MV=PT n'est pas une simple équation comptable mais elle peut s'interpréter comme une relation causale de M vers P.

²⁷ Il s'agit du nombre de rotations de la masse monétaire dans l'année, exprimé en années (1=1année).

La deuxième lecture de l'équation quantitative est beaucoup plus riche. Le terme $(1/V)PY$ représente le stock de monnaie désiré par les agents pour effectuer leurs transactions, c'est-à-dire la demande de monnaie à des fins transactionnelles, supposée à court terme être une fraction fixe du revenu nominal PY ($1/V$ constant sur cet horizon). Le terme M représente l'offre de monnaie, ou masse monétaire, variable exogène contrôlée par les autorités monétaires. Dans la mesure où l'offre réelle de transactions Y ne dépend que de facteurs non monétaires, telles la productivité, la quantité de travail ou de capital, le seul ajustement possible associé à une variation exogène de la masse monétaire M est un ajustement par les prix. Sous l'hypothèse d'une vitesse de circulation de la monnaie constante à court terme, toute augmentation exogène de la masse monétaire n'a alors pour seul effet que la hausse des prix²⁸.



Graphique 1²⁹ : L'équation de la théorie quantitative de la monnaie

²⁸ MARTEAU Didier, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008, p107.

²⁹ Idem

Selon la théorie quantitative de la monnaie, toute augmentation exogène de la masse monétaire M a pour seul effet une augmentation du niveau général des prix. La politique monétaire est donc inefficace, aussi bien à court terme qu'à long terme, et sa seule légitimité est d'éviter l'inflation, dont l'origine est monétaire. La théorie quantitative ne remet pas en cause l'utilité de la politique monétaire, mais son objet. Elle n'est pas une arme conjoncturelle, à la différence de ce qu'affirmeront plus tard Keynes et, dans une certaine mesure, les monétaristes, mais elle est indispensable pour lutter contre l'inflation.

2.2.2/ La monnaie active mais nocive des libéraux des différentes « théories monétaires du cycle »

2.2.2.1/ Les cycles longs dits Kondratieff et l'hypothèse de l'influence positive de la masse monétaire sur l'activité économique à long terme

Kondratieff (1925) semble trouver une corrélation statistique positive entre d'une part le mouvement général des prix et d'autre part la croissance économique réelle à long terme : l'inflation accompagne les longues phases étendues de dépression. Chaque cycle se développe sur environ un demi-siècle³⁰. On peut en déduire une influence positive des découvertes d'or et même la création monétaire par le crédit bancaire (par exemple pour la phase des trente glorieuses). Cette interprétation sent évidemment le soufre car elle remet parfaitement en cause la théorie quantitative, l'augmentation de la masse monétaire présentant, outre l'inflation, des effets bénéfiques sur la sphère réelle.

2.2.2.2/ Une interprétation des mystères de Knut Wicksell

Wicksell est un néoclassique dissident, de la fin du XIX^e et du début du XX^e siècle, considéré comme précurseur de Keynes, fondateur de ce qui deviendra l'école suédoise très proche des paradigmes keynésiens. Il considère que la masse monétaire n'est que l'or ; ce qui importe est sa vitesse de circulation, plus exactement deux vitesses de circulation : la première faisant passer de l'or à la monnaie de crédit, la seconde étant la vitesse de circulation traditionnelle qui n'a aucune raison d'être constante car la demande de monnaie (de crédit) est pour lui endogène.

³⁰ Le premier cycle Kondratieff s'étale de la fin du XVIII^e siècle au milieu du XIX^e (expansion jusqu'en 1815 puis dépression jusqu'en 1848) ; le deuxième cycle concerne la seconde moitié du XIX^e (expansion jusqu'en 1871 puis dépression jusqu'en 1896) ; le troisième cycle commence à la fin du XIX^e siècle et se termine en 1945 (avec au milieu les crises de 1920 et 1929). Le quatrième cycle se déroule avec d'abord les Trente glorieuses jusqu'au milieu des années soixante-dix puis la crise après le choc pétrolier.

Plus connue est sa théorie du taux d'intérêt. C'est Knut Wicksell (1898 et 1901 – 1906) qui, le premier, a eu l'idée que le mouvement des prix pourrait s'expliquer par les variations du taux de l'intérêt fixé par les banques, l'abaissement de ce taux, par exemple, engendrant des investissements qui accroissent la demande globale des biens, idée qui est à l'origine de l'école de l'équilibre monétaire qui veut voir dans le taux de l'intérêt le facteur dont les variations peuvent assurer l'égalité de l'épargne normale et de l'investissement, et, par conséquent, créer une situation d'équilibre excluant aussi bien la surproduction que la sous-production.

Pour Wicksell, il y a deux types de taux d'intérêt :

- Le taux d'intérêt naturel, qui n'est autre que le taux d'intérêt réel et ne doit rien à la monnaie puisqu'il correspond à la productivité marginale anticipée du capital ;

- le taux monétaire, c'est-à-dire le taux d'intérêt nominal sur les prêts bancaires, qui est le fruit de la confrontation entre l'offre et la demande de fonds prêtables.

Il n'y a qu'un seul équilibre économique, dont les déterminants sont distincts des forces qui provoquent les déséquilibres et les ajustements nécessaires. Il correspond à l'égalité des deux taux.

Lorsque l'intérêt naturel est supérieur à l'intérêt monétaire, la demande de fonds prêtables aux fins d'investissement augmente et devient supérieure à l'épargne désirée, entraînant la hausse des prix. Celle-ci déprécie la valeur du stock de capital, ce qui augmente encore la rentabilité marginale (la productivité marginale anticipée) du capital. L'écart entre les taux s'accroît encore jusqu'à ce que les banques, pour des raisons de solvabilité, notamment, relèvent leur taux monétaire.

Bien entendu, lorsque le taux monétaire est supérieur au taux naturel, on fera le raisonnement inverse.

Quoi qu'il en soit, dès que les taux sont différents, le taux monétaire a une influence sur l'économie réelle. La monnaie n'est neutre que quand les deux taux sont égaux.

L'analyse de Wicksell n'est pas sans faiblesse, d'abord parce qu'on ne peut pas observer le taux naturel dans la réalité, ensuite parce que le processus cumulatif de croissance envisagé serait ralenti par les ratios de solvabilité que les banques doivent nécessairement respecter.

Les travaux de Wicksell ont été poursuivis par Gunnar Myrdal et l'école suédoise qui voient, dans le taux d'intérêt monétaire, l'intérêt qui est payé sur les fonds empruntés, et, dans le taux d'intérêt naturel, le rendement escompté du capital productif en économie concurrentielle. Si le taux d'intérêt naturel est supérieur au taux d'intérêt monétaire, la demande d'investissement est supérieure à l'épargne qui peut être prêtée, mais les banques répondent à la demande de crédit au taux d'intérêt courant, et valident ainsi la demande accrue d'investissement, ce qui, en situation de plein emploi, risque de provoquer une hausse des prix et des revenus nominaux, cette dernière risquant, à son tour, de stimuler la demande de biens de consommation et ... les prix. Le rééquilibrage de l'économie, nécessairement lent, ne pourra se faire que par l'abaissement progressif du taux d'intérêt naturel, jusqu'à ce qu'il atteigne le niveau du taux d'intérêt monétaire.

2.2.2.3/ La théorie monétaire du cycle chez Fisher

Pour Fisher, le crédit bancaire ne crée probablement pas de monnaie, mais accélère sa vitesse de circulation.

Surtout, utilisant probablement l'intuition de Walras, la quantité de monnaie peut faire varier pendant un temps les transactions et/ou la vitesse de circulation : il s'agit des « périodes de transition ». La variation du taux d'intérêt est centrale dans ces périodes : la hausse des prix fait monter le taux d'intérêt nominal, mais avec retard. La « relation de Fisher » -à ne pas confondre avec son équation des échanges- détermine le taux d'intérêt réel r_r par la différence entre le taux nominal r et le taux d'inflation p :

$$r_r = r - p$$

Enfin, Fisher (1933) propose une théorie monétaire spécifique du cycle : la « déflation par la dette » : en début de crise, les entrepreneurs en difficulté financière vendent à tout prix pour rembourser leurs dettes ; les prix s'écroulent et la crise devient récession. Fisher (1935) ira au bout de son raisonnement en retrouvant Wicksell et Hayek : l'excès de crédit est toujours à l'origine de la crise ; il faut donc le limiter en interdisant aux banques de prêter plus que leurs dépôts : c'est « la monnaie à 100% ». La surémission de Ricardo et le sur-crédit n'induisent pas que de l'inflation, mais aussi, après la crise, de la déflation (par la dette).

2.2.2.4/ La théorie monétaire du cycle chez Hayek

Hayek est certes un libéral ultra, mais il présente une analyse institutionnelle de la société : le marché libre est l'institution par excellence de sa « catallaxie » (l'ajustement des économies individuelles sur un marché, le paradigme social fondamental de Hayek étant « l'ordre spontané »). Son libéralisme est exacerbé, mais ses conceptions politiques sont des plus réactionnaires : il critique surtout, en pseudo-anarchiste (de droite) la route de la servitude qui serait le chemin emprunté par l'interventionnisme keynésien.

L'analyse de Hayek (1929 et 1931) n'est cependant pas très différente des deux analyses précédentes : c'est bien la monnaie qu'il analyse et non l'argent. La « structure de production » (les rapports entre les capitaux investis dans les secteurs des biens de production et des biens de consommation finale) va se déformer, en cas de bas taux d'intérêt dû au laxisme monétaire des banques commerciales, par le développement de la production des biens d'investissement au détriment de celle des biens de consommation. D'où une hausse des prix sur le marché des biens de consommation par l'effet de l'offre et de la demande et la baisse des prix relatifs des biens d'équipement.

Ce laxisme entraîne une expansion qui finit par se casser par une crise de surinvestissement tandis que la baisse du volume des biens de consommation induit une épargne forcée d'inflation (l'inflation réduit la consommation pour un revenu en valeur nominale équivalent). Et un nouveau cycle, si le laxisme est réitéré, recommence : on parle d'effet d'accordéon ou « concertina effect » pour qualifier l'ouverture puis la fermeture de la structure de production.

Comme chez Wicksell, il faut simplement éviter tout laxisme monétaire qui, s'il a bien des effets réels, se termine dans l'inflation puis, simple retour de bâton, par la crise. Mais crise de surinvestissement avec épargne forcée ; exactement le contraire de l'analyse de la théorie générale de Keynes (1936) : insuffisance de l'investissement et excès d'épargne. Selon les keynésiens en effet, par le phénomène du multiplicateur, l'investissement induit l'épargne ; Hayek, à partir de son analyse, critiquera ce point de vue par la nécessité d'une « épargne préalable » à l'investissement.

Hayek (1976), sur le tard, en déduira que la monnaie doit être absolument retirée des mains d'un système centralisé, même d'une Banque centrale indépendante : c'est sa thèse du free banking ou banque libre ou de la « dénationalisation de la monnaie »³¹. Encore une pierre dans le jardin keynésien évidemment.

Pour les néoclassiques, la politique monétaire n'est pas efficace puisqu'elle n'a pas d'effet sur l'économie réelle. Ainsi, pour Hayek et l'école autrichienne, les déséquilibres proviennent de l'économie réelle. La monnaie est une marchandise comme les autres. Aussi, il n'est pas question que le pouvoir politique se mêle des problèmes monétaires, notamment en manipulant les taux d'intérêt : il risquerait de les manipuler à son profit et d'aggraver les fluctuations de la production.

³¹ Hayek, dans son ouvrage « la dénationalisation de la monnaie », parue en 1976, propose de supprimer tout monopole étatique d'émission de monnaie à cours forcé et d'instaurer un système de concurrence monétaire où les banques privées, en l'absence de Banque Centrale, émettraient des monnaies de dénomination différente, fondées sur un étalon-marchandise « autodéclaré ».

Section 3 : De la réforme de la théorie monétaire de Keynes à la contre-réforme néo-libérale

En réaction aux politiques de restriction monétaire mises en œuvre lors de la crise de 1929, dont il jugeait les conséquences catastrophiques, Keynes allait s'inscrire en faux contre la théorie classique, estimant notamment que :

- la monnaie peut être désirée pour elle-même, ce qui désigne le concept keynésien de « préférence pour la liquidité » ;
- les prix sont fixes à court terme ;
- l'offre ne crée sa propre demande mais dépend de la demande anticipée par les entrepreneurs.

La théorie keynésienne montre que la politique monétaire peut s'avérer indispensable pour parvenir au plein emploi, auquel les lois du marché ne conduisent pas spontanément.

Dans une situation de sous-emploi, il convient d'accroître la quantité de monnaie pour que les taux d'intérêt baissent et que, par conséquent, l'investissement augmente, jusqu'à ce que le plein-emploi soit réalisé. Cet enchaînement n'est pas préjudiciable à l'épargne, celle-ci ne dépendant pas des taux d'intérêt, mais du revenu.

Toutefois, il arrive que la politique monétaire soit inefficace. Dès lors que le taux d'intérêt a diminué jusqu'à un certain seuil, la « préférence pour la liquidité » devient absolue et l'augmentation de la quantité de monnaie ne se traduit pas par une baisse des taux d'intérêt. Cette situation est connue dans la théorie keynésienne sous la désignation de « trappe à liquidité »³².

La logique keynésienne a inspiré les politiques économiques occidentales au sortir de la Seconde guerre mondiale, jusqu'à ce que la crise économique des années soixante-dix, marquée par la conjonction d'une accélération de l'inflation et de la montée du chômage, suscite un retour à des pratiques monétaires « orthodoxes ».

³² République française, les documents de travail du Sénat, « La politique monétaire : objectifs, méthodes et nouveaux problèmes », novembre 2009, p8.

3.1/ Keynes et les keynésiens :

Le livre le plus connu de Keynes est sans aucun doute la Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie de 1936, sorte d'autocritique du Treatise on money (Traité sur la monnaie) publié en 1930.

3.1.1/ Les hésitations de Keynes concernant la théorie monétaire et la théorie autocritiquée du Treatise on money

3.1.1.1/ Les hésitations de Keynes et l'incertitude de ses théories monétaires

Sa théorie monétaire est une errance de la théorie quantitative toujours critiquée en passant par la théorie de l'inflation, par le profit du Treatise puis le rêve de l'utilisation de l'arme de l'inflation contre les rentiers dans la théorie générale.

Très tôt, il critiqua, au début des années vingt, la théorie quantitative mécaniste, mais en reconnaissant sa validité à long terme. Il l'admettra en fait, avec plus de réserve, jusqu'au Treatise en 1930 et s'autocritiquera seulement avec la Théorie générale en 1936 ; il avait 53 ans. Il affirmera ensuite son engagement dans la lutte contre l'inflation pendant la seconde guerre mondiale pour finir par proposer à la Conférence de Bretton Woods un système monétaire international avec une vraie banque qui aurait pu créer de la monnaie et appliquer une politique monétaire expansive au niveau mondial.

3.1.1.2/ L'inflation par le profit

La préoccupation principale du Treatise est l'inflation pour en élaborer une nouvelle théorie différente de la théorie quantitative mécaniste des néoclassiques. Contre elle, Keynes donne ses équations fondamentales où l'inflation est essentiellement expliquée par le profit. La partie du profit pur conservée par l'entrepreneur est un profit exceptionnel. C'est sur la base de ce profit que les équations fondamentales du Treatise expliquant l'inflation sont élaborées.

L'inflation générale peut être décomposée en deux parties : l'inflation par le revenu des seuls ménages qui est en fait une inflation par les coûts, l'inflation par le profit, pour Keynes cause ultime de l'inflation : le profit devient responsable et coupable de l'inflation.

3.1.1.3/ L'autocritique du Treatise : vers la Théorie générale

A partir de 1930, ce n'est plus l'inflation (par les profits) mais la crise, la déflation et la chute des profits qu'il faut expliquer. Dans ses Harris lectures, Keynes (1931) abandonne les effets prix de ses équations fondamentales : c'est maintenant le volume de l'investissement qui expliquerait celui du profit.

C'est à partir des conséquences de ses identités-équations fondamentales qu'il expose une nouvelle et simple loi : le volume des profits est lié positivement à celui des investissements.

Les thèses du premier grand livre de l'auteur de la Théorie générale restent liées aux thèses de la théorie monétaire du cycle et sont autocritiquées dans le second où la sous-consommation et les phénomènes réels reprennent le dessus.

3.1.2/ La monnaie évacuée du circuit des biens et services

3.1.2.1/ L'investissement fonction décroissante du taux d'intérêt

Le choix des investissements ressort chez Keynes de la comparaison du taux d'intérêt r et de la rentabilité économique anticipée du capital additionnel qu'il nomme l'efficacité marginale anticipée du capital que nous nommerons par le sigle « EMAC ».

Pour tout r inférieur à l'EMAC, on est sûr de gagner de l'argent. La conclusion technique de Keynes en matière de choix des investissements est simple au niveau microéconomique : si $EMAC > r$ on investit ; si $EMAC < r$ on n'investit pas. Keynes généralise cette conclusion microéconomique en agrégeant : l'investissement au niveau macroéconomique serait une fonction décroissante du taux d'intérêt.

3.1.2.2/ Le refus par Keynes de la détermination du taux d'intérêt par le marché des fonds prêtables

Toute son analyse est fondée sur l'hypothèse des prix fixes, du moins rigides ; sauf un prix : le taux d'intérêt.

La demande d'investissement I est donc décroissante avec le taux d'intérêt. Cependant, la consommation est fonction du seul revenu courant, pas du taux d'intérêt. L'épargne S n'est qu'un « résidu » (ce qui reste après la consommation) et n'est donc pas fonction du taux d'intérêt. Par exemple S ne croît pas quand le taux d'intérêt augmente : pas

d'offre de fonds prêtables, donc pas de marché des fonds prêtables déterminant le taux d'intérêt.

3.1.3/ Le rôle de la politique monétaire dans le modèle keynésien

Le modèle keynésien ne privilégie pas la politique budgétaire dans la correction des déséquilibres conjoncturels, même si le multiplicateur d'investissement est le mécanisme traditionnellement associé à Keynes pour montrer l'efficacité du déficit public en situation de sous-emploi, et donne à la politique monétaire une large place.

Ainsi, l'auteur de la *Théorie Générale de l'emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie* (1936) réinterprète-t-il la théorie quantitative de la monnaie dans le chapitre 21 consacré à « La théorie des prix », dans les termes suivants : « Tant qu'il existe du chômage, l'emploi varie proportionnellement à la quantité de monnaie ; lorsque le plein-emploi est réalisé, les prix varient proportionnellement à la quantité de monnaie ». En clair, la théorie quantitative ne s'applique que lorsque le plein emploi est réalisé, ce qui n'est pas une situation automatique, contrairement à ce qu'affirment les économistes classiques³³.

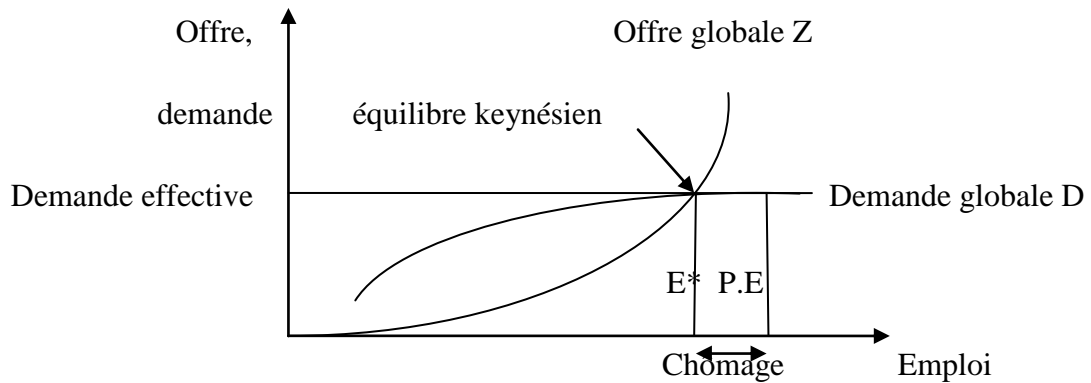
La démonstration keynésienne repose sur l'introduction du concept de demande effective³⁴. Selon Keynes, les entreprises déterminent dans un premier temps le niveau de leur valeur ajoutée (somme du revenu distribué au facteur travail et du profit) selon la quantité d'emploi. Cette fonction d'offre globale décrit, pour un niveau d'emploi donné, le niveau minimal de valeur ajoutée que les entreprises sont prêtes à offrir, niveau garantissant un profit acceptable.

L'offre globale, notée Z , est une fonction croissante de l'emploi, et devient inélastique lorsque le plein-emploi est atteint. Parallèlement, les entreprises estiment le produit, exprimé en valeur ajoutée, qu'elles espèrent obtenir en fonction de l'emploi N . Plus l'emploi est élevé, plus les revenus seront élevés, plus la demande de biens sera élevée. La courbe reliant le produit estimé et l'emploi est elle aussi croissante, et appelée fonction de demande globale.

³³ Keynes est d'accord avec les quantitativistes uniquement lorsque l'économie est en situation de plein-emploi.

³⁴ La demande effective est une notion économique développée par John Maynard Keynes, qui dans la terminologie des économistes actuels appelée demande anticipée. Selon Keynes, la loi de Say n'étant pas toujours valable, les entrepreneurs doivent s'adapter à la demande des ménages. La demande effective est l'agrégation des anticipations sur les ventes futures, qui détermine le niveau de production réel. C'est la somme de trois composantes : la consommation finale, l'investissement et les exportations.

Dans la mesure où la propension marginale à consommer diminue lorsque le revenu s'accroît, la pente de la courbe de demande, notée D, diminue cependant avec l'emploi.



Graphique 2 : Equilibre de sous-emploi keynésien³⁵

Le graphique 2 décrit le marché de la valeur ajoutée.

Tant que la demande globale est supérieure à l'offre globale, les entreprises ont intérêt à embaucher, anticipant un profit marginal positif. L'équilibre est atteint lorsque la demande est égale à l'offre, tout recrutement supplémentaire au-delà de E^* entraînant une perte marginale. Le point de rencontre entre la demande globale et l'offre globale détermine la demande effective. « Ainsi le volume de l'emploi est déterminé par l'intersection de la courbe de demande globale et de la courbe d'offre globale, car c'est à ce point que la prévision de profit des entrepreneurs est maximale. Nous appelons demande effective le montant de recettes attendues au moment où les courbes se coupent... » (Keynes dans la Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie).

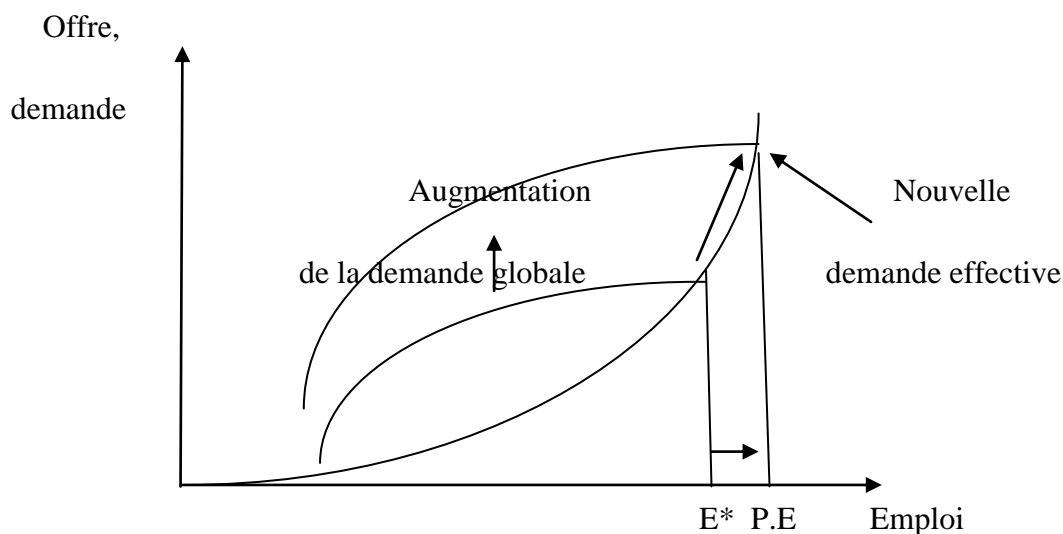
La courbe de demande globale exprime les anticipations des entreprises sur les dépenses de consommation et d'investissement, et repose largement sur l'état de confiance de leurs dirigeants. L'une des grandes idées de Keynes est que la demande globale est largement influencée par les mouvements d'optimisme et de pessimisme des agents économiques, qui déplacent vers le haut ou le bas la fonction de demande globale, accroissant ou diminuant la demande effective.

³⁵ MARTEAU Didier, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008, p109.

Rien n'indique cependant que l'équilibre spontané E^* est un équilibre de plein-emploi, la population désirant travailler, P.E, pouvant se trouver à droite de la quantité d'emploi déterminée par la demande effective. Keynes admet donc l'hypothèse d'un équilibre de sous-emploi ($E^* < P.E$), et s'oppose à la célèbre conclusion des économistes classiques selon lesquels il ne peut exister de chômage involontaire. Pour ces derniers, un équilibre de sous-emploi ne peut être que temporaire, les salariés devant accepter dans une telle situation une baisse de leur salaire réel, afin d'inciter les entreprises à recruter ceux d'entre eux dont la productivité marginale du travail est inférieure au salaire d'équilibre, et les entreprises étant incitées à produire une plus grande quantité de biens et services, la valeur ajoutée nouvellement créée se reflétant dans une hausse équivalente des revenus alloués à l'achat des biens créés. La loi des débouchés, de Jean-Baptiste Say, assure le retour à l'équilibre de plein emploi. Keynes remet en cause cette hypothèse, assurant qu'alors, les courbes d'offre et de demande globale seraient confondues pour tout niveau d'emploi, les perspectives d'offre de valeur ajoutée par les entreprises étant parfaitement adossées à la demande, les revenus de l'activité de production étant alloués à l'achat des biens produits. L'hypothèse de J.B. Say n'est acceptable que si la monnaie ne joue dans l'économie qu'un rôle de transaction, et n'est détenue que pour elle-même (monnaie neutre). Mais précisément, Keynes considère que la monnaie est également détenue à des fins de spéculation, en tant que réserve dans l'attente d'achat de titres, empêchant un équilibre permanent entre la valeur ajoutée offerte par les entreprises et la valeur ajoutée demandée par les consommateurs. L'équilibre comptable produit-revenu ne se reflète pas nécessairement dans un équilibre offre-demande. C'est donc sur le rôle de la monnaie dans l'économie que s'établit la différence entre l'équilibre classique et l'équilibre keynésien.

Quels sont les moyens de réduire le chômage keynésien, c'est-à-dire la demande effective ? La fonction d'offre globale pouvant être difficilement modifiée à court terme, car déterminée par la productivité des facteurs de production, la politique conjoncturelle préconisée par Keynes est l'action sur la demande globale, qui prend trois formes principales : la relance par l'investissement public, la relance par la confiance distillée auprès des entreprises et la relance monétaire. En accroissant le stock de monnaie dans l'économie, à travers par exemple une politique de baisse des taux d'intérêt de refinancement conduisant à une expansion du volume des crédits, les autorités monétaires sont à l'origine d'une augmentation des dépenses de consommation et d'investissement, et entraînent un déplacement vers le haut de la fonction de demande globale. La demande effective s'élève

vers le niveau associé au plein-emploi. Au même titre que la politique budgétaire ou que la politique de restauration de la confiance, la politique monétaire occupe un rôle central dans le dispositif keynésien de lutte contre le chômage. Elle n'est cependant efficace que lorsque l'économie est en sous-emploi, une politique monétaire expansionniste dans un contexte de plein-emploi entraînant un ajustement par la hausse des prix. Selon les keynésiens, la théorie quantitative de la monnaie formulée par les économistes classiques n'est pas à rejeter, mais ne s'applique qu'au-delà du seuil de plein-emploi, la politique monétaire étant efficace en deçà...



Graphique 3 : Impact d'un choc monétaire sur l'équilibre de l'emploi³⁶

Une politique de baisse des taux directeurs a pour effet de réduire le coût de refinancement des banques et, si la baisse est répercutée elle entraînerait une baisse du niveau des taux d'intérêt des emprunteurs finaux. Sous cette hypothèse, la baisse des taux entraîne une augmentation de la demande d'investissement du secteur privé qui se traduit par une augmentation des revenus dans les secteurs bénéficiaires, dont une partie va être allouée à l'achat de biens de consommation, et entraîner une nouvelle augmentation des revenus, à leur tour partiellement convertis en achat de biens de consommation. Le mécanisme se reproduit à l'infini, selon le mécanisme du multiplicateur, entraînant une augmentation de la valeur ajoutée exprimée en multiple de la demande d'investissement initiale. Les entreprises révisent alors simultanément à la hausse leur anticipation de la demande globale, le nouvel équilibre se traduisant par une augmentation de la demande effective et une élévation du niveau d'emploi vers le plein-emploi. Dès que celui-ci est atteint, tout déplacement supplémentaire de la

³⁶ MARTEAU Didier, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008, p111.

demande globale vers le haut n'augmente alors plus ni l'emploi ni la production, entraînant un seul ajustement par la hausse des prix.

3.1.4/ La théorie monétaire de la théorie générale

La monnaie au sens de la Théorie générale renvoie aux actifs liquides non risqués et non pas à la monnaie au sens strict de simple moyen de paiement. L'alternative est entre la thésaurisation de ces actifs liquides et le placement en actifs non liquides et risqués –Keynes se limite aux seules obligations- porteurs de taux d'intérêt longs et plus élevés.

3.1.4.1/ La théorie keynésienne de la préférence pour la liquidité

Dans la Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936), John Maynard Keynes renonce à l'approche classique –où la vitesse de circulation est supposée constante- pour développer une théorie de la demande centrée sur l'importance du taux d'intérêt. Il intitule sa théorie de la demande de monnaie, théorie de la préférence pour la liquidité. Elle a pour point de départ la question suivante : pourquoi les agents économiques détiennent-ils de la monnaie ? Pour Keynes, trois raisons majeures justifient cette détention : un motif de transaction, un motif de précaution et un motif de spéculation.

Il existe donc deux types d'encaisses, des encaisses actives, constituées afin d'effectuer des transactions et des encaisses oisives ou thésaurisées qui, elles, sont effectuées afin de permettre des achats dans le futur ou afin de se prémunir contre d'éventuelles pertes de revenu (encaisse de précaution) ou encore pour pouvoir acquérir des titres ultérieurement, quand ces derniers offriront des perspectives de gains en capital importants (encaisse de spéculation).

- **Le motif de transaction :**

L'approche classique suppose que les individus détiennent de la monnaie pour sa fonction de moyen d'échange, utilisable pour effectuer les transactions quotidiennes. Dans le prolongement de cette tradition, Keynes suppose que cette composante de la demande de monnaie est principalement déterminée par le volume de transactions effectuées par les agents économiques.

La détention d'encaisses actives correspond ainsi à une demande de monnaie en vue de transactions, de paiements. Elle existe parce que seule la monnaie permet d'effectuer des transactions sans coûts de transformation, ce qui n'est pas le cas pour d'autres actifs

(immobiliers, titres...). Cette demande de monnaie va dépendre du revenu global. En effet, si le revenu augmente, la demande de monnaie s'accroît. Mais elle dépend aussi de la synchronisation entre les recettes et les dépenses et du laps de temps entre perception de deux revenus. En effet, si nous sommes payés tous les jours, notre encaisse moyenne en vue de transactions sera moins importante dans la mesure où nous ne détiendrons en moyenne que ce que nous gagnons.

La demande de monnaie en vue des transactions est aussi appelée demande globale de trésorerie. Dans un langage keynésien, elle exprime la préférence pour la liquidité.

En 1937, Keynes élargit son analyse en introduisant un motif de financement de l'investissement. En effet, si l'entreprise veut investir, elle doit disposer de ressources liquides pour financer son investissement. Le montant des encaisses de financement constitue en quelque sorte un fond de roulement qui varie en fonction de l'investissement anticipé. Si celui-ci augmente, ce fond augmente. Pour un investissement donné, l'encaisse pour un motif de financement est constante.

En dehors du motif de transaction, les agents peuvent détenir des encaisses afin de se prémunir contre l'avenir.

- **Le motif de précaution :**

Keynes va au-delà de l'analyse classique. Les agents économiques détiennent de la monnaie non seulement pour effectuer des transactions mais aussi pour faire face à des besoins inattendus. Les encaisses monétaires de précaution sont également utiles en cas de dépenses imprévues, par exemple des frais de réparation automobile ou des dépenses de santé.

Comme pour la demande de transaction, la demande d'encaisses de précaution dépend du revenu et du laps de temps entre la perception de ces revenus. Plus le revenu augmente et plus la période s'écoulant entre la perception de deux revenus est importante et plus l'encaisse de précaution augmente. Si un agent est payé tous les jours, il ne court pas un grand risque en dépensant sa paye dès qu'il la reçoit. D'où il découle que, pour un degré d'incertitude donné sur les revenus et les dépenses et pour un degré de confiance donné dans les prévisions relatives à l'avenir, la demande de monnaie de précaution est fonction du revenu³⁷ :

³⁷ DELAPLACE Marie, « Monnaie et financement de l'économie », DUNOD, 2^e édition, 2005, P51.

$$M_p = L_1 (Y)$$

Les demandes d'encaisses de transaction et de précaution varient donc avec le revenu. Toutefois, la demande d'encaisses de précaution varie en sens inverse de la demande d'encaisses de transaction quand l'activité économique se réduit. En effet, si l'activité économique se réduit, la demande d'encaisses de transaction diminue. En revanche, la demande d'encaisses de précaution augmente dans la mesure où les entreprises et les ménages sont méfiants vis-à-vis de l'avenir.

A court terme, le revenu étant stable, la demande de monnaie de transaction et de précaution est stable.

Mais il existe aussi chez Keynes une demande de spéculation.

- **Le motif de spéculation :**

Si Keynes s'était limité aux motifs de transaction et de précaution, le revenu serait demeuré le seul déterminant important de la demande de monnaie. Cela n'aurait guère modifié la théorie classique. Mais Keynes ajoute un motif supplémentaire –appelé motif de spéculation–, la monnaie est une réserve de richesse (ou de valeur). La richesse étant reliée étroitement au revenu, sa première idée est que la composante spéculative de la demande de monnaie serait également fonction du revenu. Mais il regarde plus attentivement les facteurs influençant la quantité de monnaie détenue comme réserve de valeur. Cela le conduit à souligner l'influence des taux d'intérêt sur la demande d'encaisses de spéculation et, plus généralement, sur la demande de monnaie.

La demande de monnaie pour motif de spéculation (L_2) est fondée au niveau microéconomique par la spéculation sur le marché secondaire des seules obligations. L_2 renvoie à tous les actifs liquides, même porteurs d'un petit intérêt, mais sans risque. On considère dans ce qui suit que cette distinction est de peu d'importance, cette monnaie étant considérée comme rapportant un intérêt nul : la détention de L_2 protège de toute façon du risque de taux.

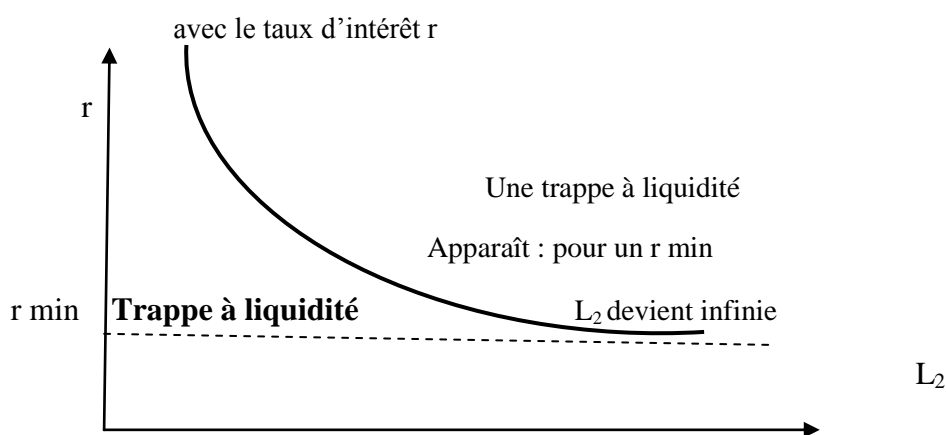
Il paraît tout à fait irrationnel de garder un stock d'épargne sous forme de monnaie thésaurisée, car on perd le revenu dû au taux d'intérêt. Selon Keynes : on risque de perdre beaucoup plus si l'on place son argent de façon risquée.

Quand le taux d'intérêt augmente, la valeur en bourse des obligations à taux fixe baisse, et vice versa. En cas de taux d'intérêt actuel jugé « bas », il est risqué d'acheter des obligations car les risques de remontée des taux sont plus grands que les risques de baisse, d'où des pertes probables en capital, et vice versa. Dans ce cas, le spéculateur avisé vend ses titres ; si une majorité pense la même chose, les cours vont en effet chuter et le taux d'intérêt (la valeur de rendement des obligation) augmenter : les anticipations sont autoréalisatrices.

Pour un spéculateur « moyen » au niveau microéconomique, les placements sont donc croissants avec le taux d'intérêt actuel et la demande de monnaie pour un motif de spéculation, le phénomène inverse, est décroissante avec le taux d'intérêt. Quand r est petit, les placements sont petits et la thésaurisation pour motif de spéculation est grande, et vice versa, d'où la liaison fonctionnelle décroissante entre L_2 et r .

Ces spéculateurs microéconomiques moyens sont ensuite agrégés au niveau macroéconomique, sans le moindre état d'âme. En notant PLA les placements macroéconomiques et L_2 la demande de monnaie macroéconomique pour motif de spéculation, Keynes en déduit : PLA (↗) donc L_2 (↘ r). L_2 (↘ r) peut se représenter graphiquement comme suit. Keynes évoque une « trappe à liquidité » : pour un r minimum, tous les spéculateurs pensent que le taux d'intérêt ne peut plus baisser : leur demande de monnaie tend vers l'infini (car PLA tend vers 0).

La demande de monnaie pour motif de spéculation
au niveau macroéconomique L_2 décroît selon Keynes



Graphique 4 : La trappe à liquidité³⁸

³⁸ CASTEX Patrick, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », l'Harmattan, 2007, P87.

3.1.4.2/ La prise en compte simultanée des trois motifs

Keynes regroupe les trois motifs de détention d'encaisses monétaires en une équation de demande de monnaie unique. Il prend alors soin de distinguer les valeurs nominale et réelle de ces encaisses. La demande de monnaie doit être évaluée à son pouvoir d'achat. Voici pourquoi : si le niveau général des prix double (tous les prix dans l'économie sont multipliés par deux), on a deux fois moins de biens avec le même montant de monnaie. Par conséquent, les agents économiques souhaitent détenir un certain montant d'encaisses réelles (quantité de biens obtenue pour un montant donné d'encaisses nominales). Ce montant est relié au revenu Y et au taux d'intérêt i par le biais des trois motifs.

L'équation de demande de monnaie proposée par Keynes –connue sous le nom de fonction de préférence pour la liquidité– relie la demande d'encaisses réelles Md/P à i et Y :

$$\frac{Md}{P} = f(i, Y) \quad (1)$$

- +

Dans cette fonction, le signe moins sous i signifie que la demande d'encaisses réelles dépend négativement du taux d'intérêt i et le signe plus situé sous Y indique qu'elle est reliée positivement au revenu réel. Pour Keynes, la demande de monnaie dépend du revenu mais aussi du taux d'intérêt. Il prend ainsi largement ses distances avec l'analyse de Fisher dans laquelle les taux d'intérêt ne jouent aucun rôle.

De cette fonction de demande de monnaie, on déduit l'expression de la vitesse de circulation PY/M . On s'aperçoit d'une implication majeure de la théorie keynésienne de la demande de monnaie : la vitesse de circulation n'est pas constante ; elle varie avec les taux d'intérêt. La fonction de préférence pour la liquidité peut être reformulée comme suit :

$$\frac{P}{M^d} = \frac{1}{f(i, Y)}$$

En multipliant les deux côtés de cette équation par Y et sachant que M^d doit être égal à M , à l'équilibre du marché de la monnaie, nous trouvons l'équation suivante pour la vitesse de circulation³⁹ :

$$V = \frac{PY}{M} = \frac{Y}{f(i, Y)} \quad (2)$$

On s'accorde sur l'existence d'une relation entre la demande de monnaie au sens étroit du terme et le taux d'intérêt : lorsque i augmente, $f(i, Y)$ diminue et la vitesse de circulation s'accroît. Autrement dit, une hausse du taux d'intérêt incite les agents à détenir moins d'encaisses réelles à niveau de revenu donné, ce qui augmente la vitesse de circulation –ou le coefficient de rotation- de la demande. Dans le cadre de la théorie de la préférence pour la liquidité, la vitesse de circulation varie beaucoup en raison des fluctuations importantes enregistrées par les taux d'intérêt.

L'équation (2) permet d'expliquer certaines propriétés cycliques de la vitesse de circulation. En période de récession, la vitesse de circulation baisse ou croît plus lentement. Comment le comportement cyclique du taux d'intérêt pourrait-il expliquer ce phénomène ? Il faut garder à l'esprit que les mouvements du taux d'intérêt suivent les cycles : ils augmentent pendant les phases d'expansion et diminuent lors des récessions. D'après la théorie de la préférence pour la liquidité, une hausse du taux d'intérêt entraîne une élévation de la vitesse de circulation. Aussi les mouvements procycliques du taux d'intérêt devraient-ils induire des variations procycliques de la vitesse de circulation.

Le modèle keynésien de demande de monnaie pour motif de spéculation explique l'existence de fluctuations importantes de la vitesse de circulation⁴⁰. Quel est l'impact sur la demande de monnaie d'une modification des anticipations relatives au niveau normal des taux d'intérêt ? Par exemple, quelles sont les conséquences d'une augmentation de sa valeur anticipée. Les agents économiques –qui s'attendent à des taux d'intérêt plus élevés dans le futur – sont plus nombreux à redouter une chute du prix des titres et des pertes en capital. Les rendements anticipés sur leur détention diminuent et la monnaie devient relativement plus

³⁹ MICHEKIN Frederic, « Monnaie, Banque et Marchés financiers », Pearson Education, 2004, P683.

⁴⁰ Pour Keynes, la vitesse de circulation de la monnaie n'est pas stable, elle est fluctuante (point de vue différent des classiques).

intéressante que les titres. Par conséquent, la demande de monnaie augmente : $f(i, Y)$ augmente et la vitesse de circulation diminue. En conclusion, celle-ci se modifie avec les valeurs anticipées des taux d'intérêt normaux dans le futur. L'instabilité de ces anticipations peut conduire à une volatilité de la vitesse de circulation. Pour Keynes, c'est un motif supplémentaire pour rejeter l'hypothèse d'une vitesse de circulation constante.

3.1.4.3/ Les prolongements de l'approche keynésienne

Dans les analyses néo-keynésiennes, la substitution à la fois exclusive et quelque peu manichéenne, entre monnaie et obligations, a été intégrée dans une approche plus générale fondée sur la notion de patrimoine. Hicks comme Tobin constatent que la demande d'actifs monétaires s'inscrit dans une démarche plus générale de gestion et de diversification du patrimoine. Celle-ci vise à en améliorer la rentabilité et à atténuer les risques –risque de moins value en capital, risque de sous-rémunération, risque d'illiquidité- qui s'attachent à tel ou tel actif en faisant varier leur proportion dans le patrimoine total.

Cette analyse, développée après la guerre en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, reflète assez bien la situation d'alors de ces sociétés dans lesquelles les placements financiers étaient le fait de ménages aisés ou d'entreprises dont la gestion de patrimoine tendait à devenir rationnelle.

3.1.4.4/ L'offre de monnaie

La monnaie reste pour Keynes exogène. Keynes persiste à considérer une offre de monnaie : En aucun cas, la monnaie est endogène chez lui.

M est exogène de Y , elle n'est pas fonction croissante du revenu macroéconomique contrairement à L_1 ; dans le cas contraire, une circularité apparaît entre l'offre et la demande et l'on approcherait la monnaie endogène de la Banking school. M est exogène de r bien qu'elle soit en fait croissante avec r , mais avec une faible élasticité. En effet, c'est la marge bancaire (intérêts reçus moins intérêts versés) qui est l'origine du profit des banques, cette marge croît très peu avec r car le taux de refinancement des banques suit, en lui étant inférieur, celui de ses prêts. On considère donc que M ne varie ni avec Y ni avec r .

3.1.4.5/ La politique monétaire dans le cadre IS/LM

Développé par Hicks et Hansen, le modèle IS/LM permet de formaliser l'arbitrage entre la politique monétaire et la politique budgétaire dans un cadre keynésien. Ce modèle accorde un rôle important à la politique monétaire lors de la détermination du produit global. Il permet ainsi de comprendre la façon dont la politique monétaire peut influencer l'activité économique, ainsi que son interaction avec la politique budgétaire (c'est-à-dire avec les modifications des dépenses publiques et du niveau d'imposition décidé par l'Etat) dans le but de parvenir au niveau de produit voulu. Ce modèle permet également de comprendre par quelles voies les variations des dépenses d'investissement et les modifications des politiques monétaire et budgétaire influencent le niveau du taux d'intérêt. En outre, il met en lumière la meilleure façon de conduire la politique monétaire.

- **L'équilibre sur le marché des biens et services : la courbe IS**

Dans une économie fermée, l'équilibre comptable emplois-ressources s'écrit :

$$Y = C + I$$

Exprimée sous la forme d'une égalité entre l'offre et la demande de biens et services, cette même équation s'écrit, sous les hypothèses keynésiennes d'une fonction de consommation croissante avec le revenu et d'une fonction d'investissement décroissante avec le niveau des taux d'intérêt :

$$Y = C(Y) + I(i)$$

Par ailleurs, l'allocation du revenu entre consommation et épargne, sous les mêmes hypothèses keynésiennes, s'exprime par l'équation :

$$Y = C(Y) + S(Y)$$

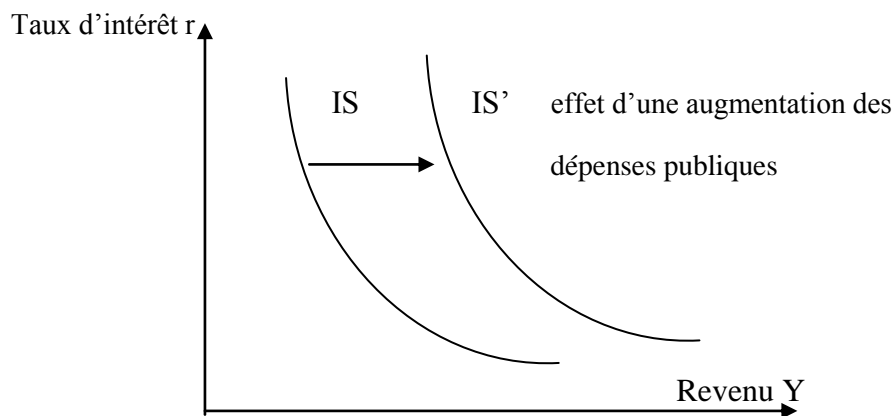
L'équilibre du marché des biens et services est obtenu lorsque les deux équations précédentes sont vérifiées, soit⁴¹ :

$$I(i) = S(Y)$$

⁴¹ MARTEAU Didier, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008, P112.

Le lieu des combinaisons (i, Y) assurant l'équilibre $I = S$ est la courbe IS. Dans un repère taux d'intérêt – revenu, la courbe IS est décroissante. Lorsque le niveau des taux d'intérêt est bas, la demande d'investissement est forte. L'équilibre sur le marché des biens et services impose que l'épargne soit élevée, conduisant à un revenu élevé. A l'inverse, lorsque le niveau des taux d'intérêt est haut, la demande d'investissement est faible, impliquant à l'équilibre un niveau d'épargne faible, donc un niveau de revenu bas.

Lorsque l'Etat intervient pour augmenter l'investissement public, la courbe IS se déplace vers la droite, l'augmentation du revenu étant, selon le principe du multiplicateur d'investissement, égale à l'investissement initial multiplié par $(1 / (1 - c))$ où c est la propension marginale à consommer dC/dY . Le nouveau point d'équilibre B est toujours sur le sentier d'équilibre IS, puisque l'accroissement ΔI de l'investissement a été financé par une augmentation équivalente ΔS de l'épargne.



Graphique 5 : La courbe IS⁴²

Cette courbe ne suffit cependant pas à déterminer les niveaux de la production et du taux d'intérêt, il faudra lui adjoindre une autre relation de nature monétaire, appelée LM.

- **L'équilibre sur le marché de la monnaie : la courbe LM**

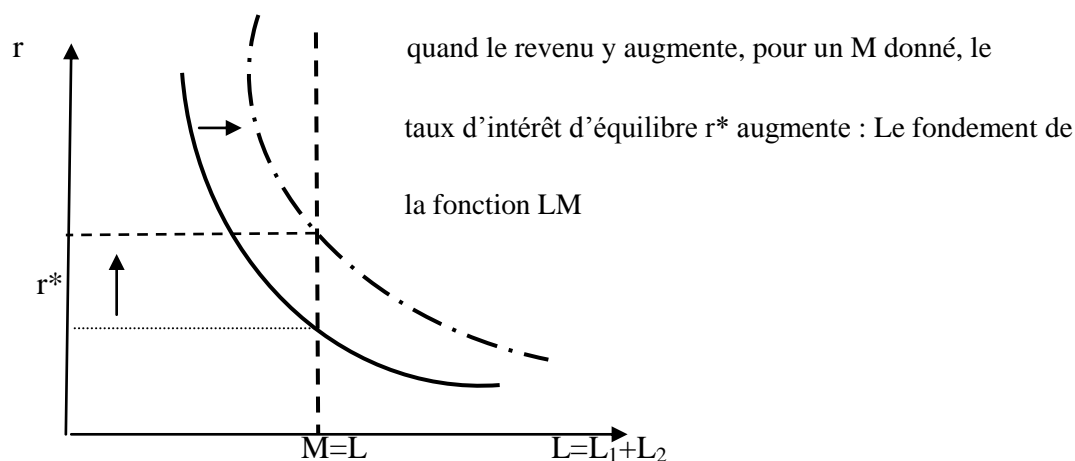
Deux analyses qu'il ne faut pas confondre peuvent être tirées du marché de stock de la monnaie. Dans les deux cas en notant $L_1(\nearrow Y)$ la demande de monnaie pour motif de transaction croissante avec Y et $L_2(\nwarrow r)$ la fonction de demande de monnaie pour motif de spéculation décroissante avec r , on a l'équation suivante donnant la condition d'équilibre sur le marché de la monnaie au sens keynésien :

⁴² DUCHENE G, LENAIN P et STEINHERR A, « Macroéconomie », PEARSON Education, 2009, P119.

$$L = L_1(\nearrow Y) + L_2(r \nwarrow) = M$$

Dans la première analyse, l'offre de monnaie M est donnée. La demande $L = L_1 + L_2$ ne peut que lui être égale. Un phénomène de vases communicants va donc jouer entre L_1 et L_2 . Si r augmente, pour M donnée, $L_2(\nwarrow r)$ diminue et $L_1(\nearrow Y)$ doit augmenter, par Y pour garder l'égalité $L_1 + L_2 = M$, ou vice versa ; il en est de même si Y augmente ou diminue : pour un M donné, r est une fonction croissante de Y . Ce processus simple est le fondement de la fonction LM (L comme demande de liquidités, M comme offre de monnaie), fonction implicite entre Y et r sur le seul marché de la monnaie dont le graphe avec Y en abscisse et r en ordonnée est celui d'une fonction croissante.

LM est l'un des deux éléments du modèle IS LM.



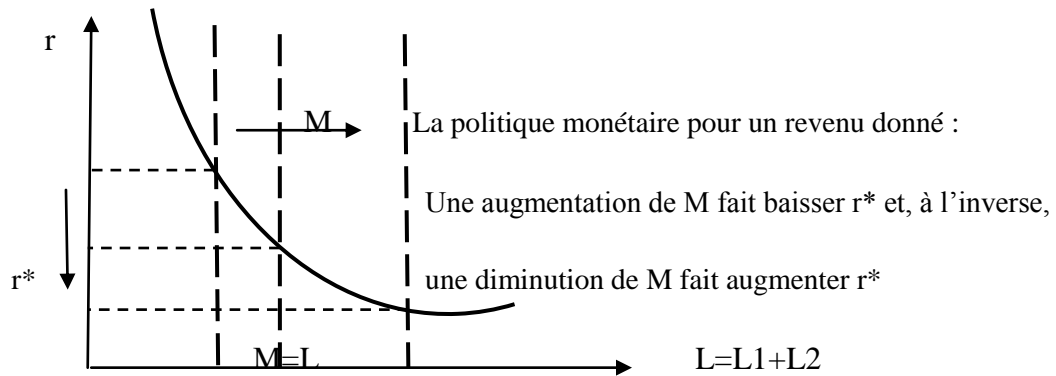
Graphique 6 : L'effet d'une augmentation du revenu⁴³

Le fondement de la fonction LM se trouve dans la fonction L_2 décroissante du taux d'intérêt r .

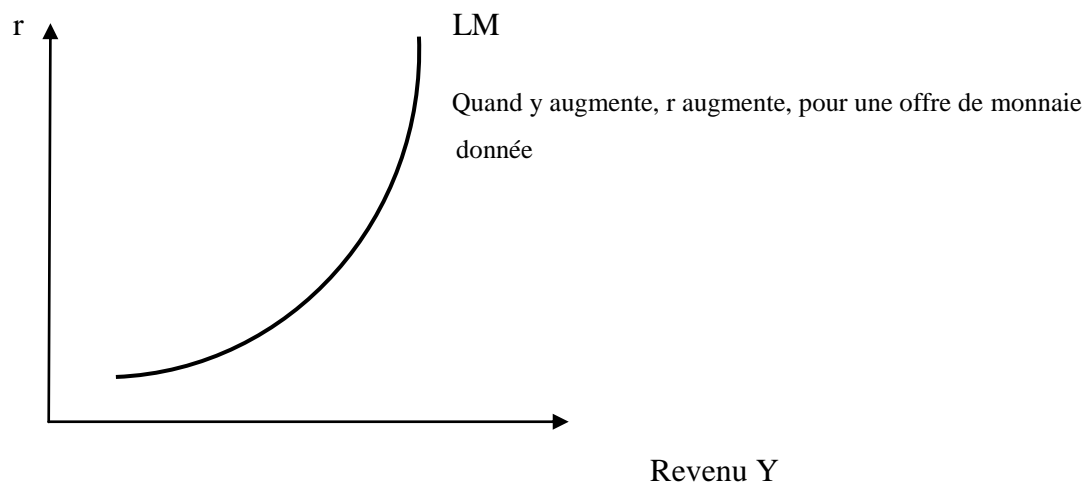
La seconde analyse concerne l'influence de la masse monétaire offerte M sur le marché de la monnaie de Keynes. Pour un y donné, si M augmente, L_2 doit augmenter, donc le taux d'intérêt baisser, et vice versa. Le taux d'intérêt est ainsi un phénomène purement monétaire. C'est ainsi, indirectement, que la sphère monétaire présente des atterrages avec la sphère de l'économie réelle (la baisse du taux d'intérêt augmente l'investissement et donc, par le multiplicateur, le niveau d'activité et ainsi l'emploi). Une politique monétaire

⁴³ CASTEX P, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », L'Harmattan, 2007, P89.

efficace est ainsi théoriquement fondée, l'augmentation de la quantité de monnaie n'induisant pas obligatoirement de l'inflation, du moins en sous-emploi ; et la théorie quantitative disparaît.



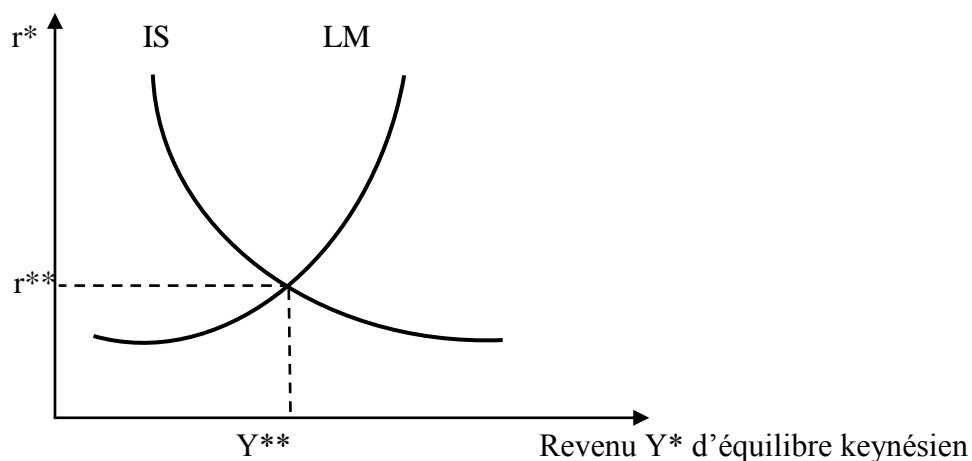
Graphique 7 : La politique monétaire : M augmente⁴⁴



Graphique 8 : La fonction LM⁴⁵, ensemble des couples (Y, r) où, sur le marché de la monnaie : l'offre de monnaie $M = L$ la demande de monnaie

⁴⁴ CASTEX P, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », L'Harmattan, 2007, P90.

⁴⁵ Idem, P92.

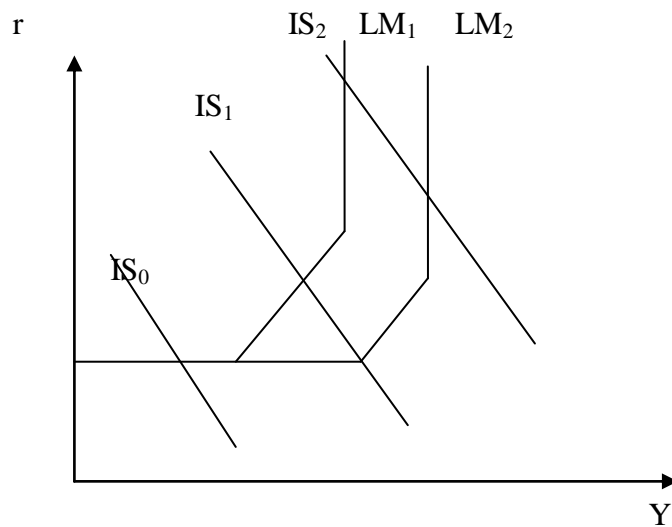


Graphique 9 : Le modèle de synthèse⁴⁶ : IS LM

Il n'existe qu'un seul couple (y^{**}, r^{**}) rendant compatible les deux équilibres sur le marché des biens et services où $I = S$ et sur le marché de la monnaie où $L = M$.

L'équilibre général de l'économie, c'est-à-dire l'équilibre à la fois sur le marché monétaire et sur le marché des biens et services, est obtenu au croisement des deux courbes. Malheureusement, il peut s'agir d'un équilibre de sous-emploi, auquel cas on devra avoir recours, d'une part, à des mesures de politique budgétaire, par exemple des investissements autonomes de l'Etat, pour déplacer la courbe IS, d'autre part, à des mesures de politique monétaire pour déplacer la courbe LM. Cette politique monétaire doit faire en sorte que le niveau de revenu, grâce à un accroissement du volume global de la masse monétaire, s'approche du niveau de revenu de plein emploi. Trois situations sont possibles, qui correspondent à l'endroit où IS coupe LM :

⁴⁶ CASTEX P, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », L'Harmattan, 2007, P93.



Graphique 10: Les trois situations qui correspondent à l'endroit où IS coupe LM⁴⁷

- Dans la partie verticale de LM où les taux d'intérêt sont élevés, la politique monétaire doit être efficace : toute augmentation de monnaie accroît l'épargne et réduit les taux d'intérêt, ce qui doit stimuler l'investissement ;
- Dans la partie centrale de LM, la spéculation risque d'absorber une partie de la monnaie injectée dans la mesure où une partie des agents s'attend à ce que les taux d'intérêt baissent moins, et la production nationale, qui équivaut au revenu national, augmente moins ;
- Dans la partie horizontale, où les taux d'intérêt sont très bas, l'augmentation de monnaie va être absorbée en totalité par la demande d'encaisses spéculatives : il y a là une telle préférence des agents pour la liquidité qu'aucun placement financier n'est réalisé ; s'ouvre alors, selon une expression que nous devons à Robertson, la « trappe à liquidité » où la demande d'encaisses thésaurisées a une élasticité qui tend vers l'infini.

⁴⁷ GUILLOT Philippe, « les politiques monétaires depuis 1945 et leurs fondements théoriques », P26.

Pour les keynésiens, en matière monétaire, il faut donc agir sur le taux d'intérêt. En effet, dans la sphère financière, il détermine la demande de monnaie, et, dans l'économie réelle, il est le déterminant de la demande d'investissement⁴⁸.

Dans l'optique keynésienne, les variations de la masse monétaire jouent sur la composition de la masse monétaire et, plus précisément sur la place relative qu'y occupent les encaisses de transaction et les encaisses de spéculation. Elles ne peuvent donc avoir d'influence que si la demande d'investissement est sensible au taux d'intérêt, ce qui ne semble pas, dans la réalité, si évident. Quoi qu'il en soit, pour les keynésiens, la politique monétaire ne saurait être conçue autrement que comme une politique d'accompagnement de la politique budgétaire dont les effets sont plus importants sur la demande globale, donc sur l'ensemble de l'activité économique. Pourquoi cette relative inefficacité ? En raison, d'une part, de la « trappe à liquidité » qui surgit à la baisse au-dessous d'un certain niveau du taux d'intérêt et empêche toute action de celui-ci d'être efficace, et, d'autre part, de la faiblesse de l'élasticité de l'investissement par rapport aux variations du taux de l'intérêt ; beaucoup plus importantes sont les prévisions des entrepreneurs quant au rendement futur de l'investissement.

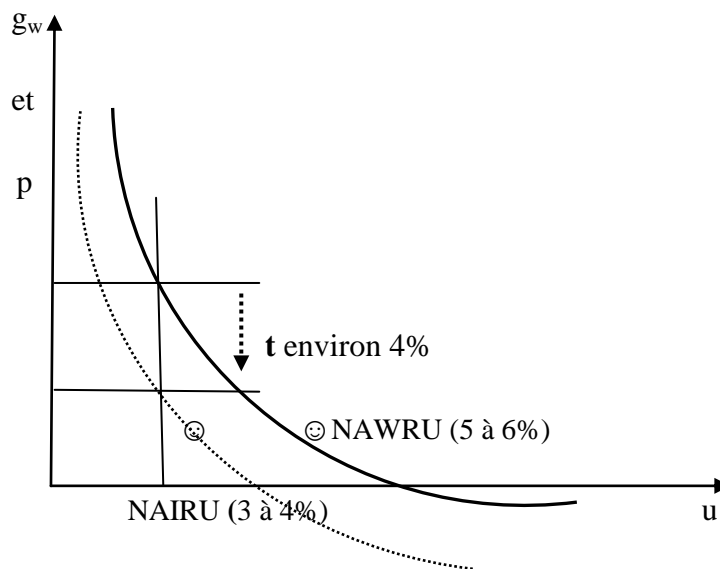
Il ne faut donc avoir recours à la politique monétaire qu'avec prudence, disent les keynésiens, d'autant qu'elle est de peu d'efficacité sur l'inflation.

3.1.4.6/ L'interprétation keynésienne de la courbe de Phillips et le dilemme inflation chômage

Phillips (1958) indique une liaison inverse entre le taux de croissance des salaires nominaux g_w et le taux de chômage u sur des séries statistiques d'un siècle au Royaume-Uni. La fonction peut être représentée avec le taux de chômage en abscisses et le taux de croissance des salaires nominaux en ordonnées : une sorte d'hyperbole coupant l'axe des abscisses. Pour un taux de croissance des salaires nul, il existe un certain chômage (nommé NAWRU : Non Accelerating Wage Rate of Unemployment : taux de chômage n'accéléralant pas les salaires, autour de 5 à 6%). En mettant en relation le taux d'augmentation des salaires nominaux et le taux d'inflation p par les gains annuels de productivité du travail t , relativement stables sur longue période, on arriva rapidement à une liaison inverse entre l'inflation et le chômage : c'est la courbe de Phillips transformée dont la représentation

⁴⁸ Pour Keynes, l'acte d'investir dépend de deux éléments : la demande effective et la comparaison qui est faite par l'investisseur entre le taux d'intérêt et l'efficacité marginale de capital.

graphique est décalée vers le bas par rapport à la première du taux d'augmentation de la productivité du travail.



Graphique 11 : L'interprétation keynésienne des courbes de Phillips⁴⁹

On peut donc lutter contre le chômage qui apparaît pour une inflation nulle, car considéré comme involontaire c'est-à-dire keynésien, en acceptant un peu d'inflation : c'est le dilemme inflation chômage, une sorte de chaînon manquant de l'analyse de la demande effective keynésienne prenant en compte le niveau général des prix.

3.2/ La politique monétaire selon les monétaristes

Bien que Milton Friedman soit souvent considéré comme le « Père » du monétarisme, l'expression doit être attribuée à Karl Brunner, économiste suisse (1916 – 1989), qui l'utilisa pour la première fois en 1968 pour désigner le courant de pensée qui se développait à l'Université de Chicago, sous l'égide de Milton Friedman, en réaction au modèle keynésien. Le modèle monétariste se définit en effet d'abord par une remise en cause du modèle keynésien, dont on considère depuis le milieu des années 60 qu'il a échoué, incapable d'expliquer l'inflation et la faible croissance qui caractérisent la plupart des pays industrialisés. Les politiques de stabilisation à court terme, qu'elles soient de nature budgétaire ou monétaire, sont insuffisantes pour corriger ces deux déséquilibres, et seule une politique à long terme de contrôle de la progression des agrégats monétaires serait de nature à enrayer la situation. Telle est en tout cas l'hypothèse des monétaristes, qui insistent sur

⁴⁹ Castex Patrick, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », L'Harmattan, 2007, P101.

l'importance de la communication des objectifs ainsi fixés, afin de figer le cadre dans lequel les acteurs économiques prennent leurs décisions.

3.2.1/ La théorie du revenu permanent de Milton Friedman

Tout l'appareil keynésien est critiqué par le monétarisme. Par la théorie du revenu permanent, Friedman (1957) remet en cause très tôt le fait que la consommation ne soit qu'une fonction du revenu courant et ainsi la fonction de consommation keynésienne.

Friedman suggère que les gens considèrent le revenu courant Y comme la somme de deux composantes, le revenu permanent Y_p et le revenu transitoire Y_t . En d'autres termes⁵⁰ : $Y = Y_p + Y_t$

Le revenu permanent est la partie du revenu que les gens s'attendent à conserver à l'avenir et le revenu transitoire celle dont ils ne prévoient pas le maintien.

La richesse est définie par Friedman en actualisant les revenus futurs anticipés ; le revenu permanent est l'intérêt de cette richesse : ce que l'on peut consommer sans faire varier sa richesse (car en consommant les intérêts, on garde son capital).

Quand le revenu futur est constant, noté F et que l'horizon est infini la richesse W (wealth) tend vers⁵¹ :

$$W = F / r$$

Et le revenu permanent devient :

$$Y_p = r W \text{ ou } Y_p = r F / r \text{ soit } Y_p = F$$

Selon Friedman, la consommation est alors proportionnelle à ce revenu permanent. On a donc, en notant c_p la propension moyenne et marginale à consommer (constante sur longue période) :

$$C = c_p F$$

Et r disparaît, comme chez Keynes. Il en est de même pour l'épargne.

⁵⁰ MANKIW. N. G, « Macroéconomie », De Boeck Université, 2^e édition, 2001, P 528.

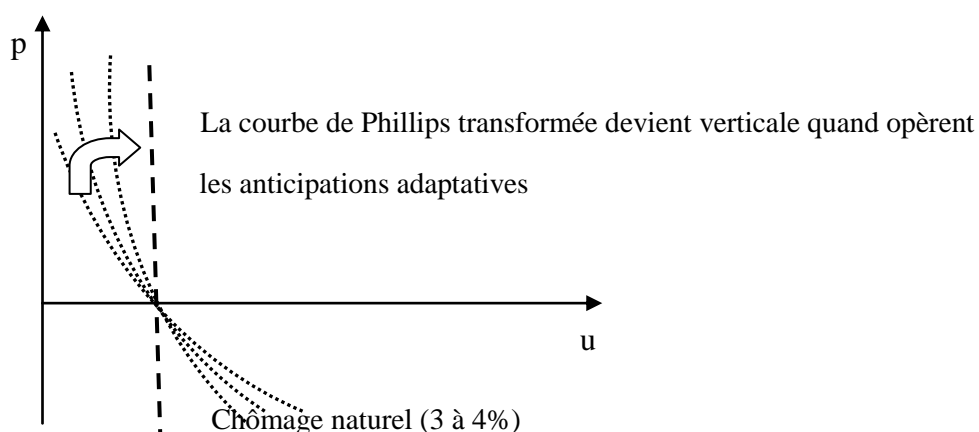
⁵¹ CASTEX P, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », l'Harmattan, 2007, P104.

3.2.2/ La critique de la courbe de Phillips par Friedman (1968)

Partant de la courbe de Phillips, qui montre une relation empirique inverse entre taux de chômage et inflation, il relève que cette courbe fonctionne seulement à court terme. Selon lui, les agents économiques ne sont que provisoirement victimes de l'illusion monétaire en cas de politique monétaire expansionniste, si bien que le taux de chômage rejoint rapidement son niveau naturel tandis que l'inflation, en revanche, se retrouve propulsée à un niveau supérieur.

Si le chômage baisse en cas de hausse des salaires suivant une hausse des prix, c'est que les salariés qui ne voulaient pas travailler au taux de salaire courant, offrent maintenant leur travail en croyant à une augmentation réelle de leur salaire : c'est l'illusion monétaire. Le chômage volontaire baisse donc et l'activité est dopée, non plus par la demande comme chez les keynésiens, mais par l'offre. Cependant, les salariés comprennent au bout d'un moment leur erreur : retour à la case départ, sauf l'inflation qui va persister. La monnaie n'est donc plus neutre (à court terme), cependant à moyen terme, la théorie quantitative reprend tous ses droits : la monnaie est bien neutre, sauf qu'elle est très nocive car elle a lancé l'inflation.

Quand l'illusion monétaire diminue ou disparaît par des « anticipations adaptatives », les courbes de Phillips deviennent de plus en plus verticales et il est impossible de lutter contre le taux de chômage naturel dû au chômage frictionnel, aux rigidités et à d'autres phénomènes peu explicites, en fait fondamentalement un chômage volontaire.



Graphique 12 : La critique monétariste de l'interprétation keynésienne de la courbe de Phillips⁵²

⁵² Castex Patrick, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », L'Harmattan, 2007, P 105.

3.2.3/ La politique monétaire des monétaristes

Dans la logique libérale, les monétaristes sont hostiles à la création monétaire qui ne peut pas avoir d'effets positifs, à long terme, sur la production et l'emploi. En revanche, ils redoutent les effets inflationnistes d'une augmentation de la masse de monnaie en circulation⁵³ qui serait supérieure à celle du PIB. Certes, à court terme, il y aurait accroissement de la production et de l'emploi car les salaires réels, donc les coûts de main d'œuvre, rognés par l'inflation, baisseraient, mais cette amélioration ne serait que temporaire. En effet, un ajustement des salaires nominaux à l'inflation attendue ne tarderait pas à se faire, plus ou moins rapidement selon la capacité des salariés à anticiper sur l'inflation, donc selon leur capacité à effectuer les ajustements nécessaires. Ce serait alors, en matière de production et d'emploi, le retour à la situation antérieure.

Pour mettre un terme à ce cercle vicieux inflationniste, Friedman préconise l'abandon des politiques discrétionnaires au profit de règles fixes. Il suggère de déterminer un objectif de croissance pour la masse monétaire compatible avec le taux de croissance moyen de la production afin de garantir la stabilité des prix à long terme. Dans cette logique, si la croissance excède son rythme potentiel structurel, l'offre de monnaie devient insuffisante et les taux d'intérêt augmentent, ce qui freine la croissance et évite une surchauffe inflationniste. Réciproquement, une baisse des taux viendrait soutenir l'activité si la croissance se trouvait inférieure à son potentiel de long terme.

Pour les monétaristes, donc, une politique monétaire doit avoir essentiellement trois objectifs :

- La surveillance du taux d'intérêt qui a une influence sur les investissements des entreprises et leur arbitrage entre les titres et la monnaie ;
- La libération des mouvements internationaux de capitaux et la surveillance des parités entre les devises ;
- La surveillance de la politique du crédit.

⁵³ Pour M Friedman (ouvrage : l'inflation) l'inflation n'a qu'une seule cause, une cause monétaire et le remède ne peut être que monétaire : une action sur les agrégats monétaires.

On peut résumer l'analyse des monétaristes comme suit : en premier lieu, il faut privilégier la politique monétaire au détriment de la politique budgétaire, peu efficace, sinon à court terme, mais, même la politique monétaire doit être utilisée avec circonspection. Aussi est-il bon que les pouvoirs monétaires se fixent une ligne de conduite et s'y tiennent.

Selon Friedman, d'une part, les agents économiques arbitrent entre dépenses de consommation et épargne de façon simultanée, d'autre part, la demande d'actifs monétaires dépend de multiples variables, et notamment de la valeur réelle des encaisses monétaires, et pas tellement des taux d'intérêt.

Dès lors, que propose-t-il ? De pratiquer une politique de base monétaire où les agrégats sont à la fois utilisés comme objectifs et comme instruments, à savoir :

- De se donner un objectif précis de croissance de la masse monétaire, annuel ou trimestriel, par exemple, tenant compte de l'accroissement prévisible de la production, et de l'annoncer à l'avance pour empêcher les anticipations inflationnistes tout en obligeant le gouvernement à ne pas dévier de la route qu'il s'est tracée ;
- de ne pas toucher aux taux d'intérêt et aux taux de change qui doivent se fixer librement.

Ces mesures souffrent d'au moins trois limites :

- d'abord, elles supposent que les agents économiques aient un comportement rationnel, ce qui est plus qu'incertain ;
- ensuite, elles font abstraction des variations de la vitesse de circulation de la monnaie, laquelle peut très bien augmenter pour compenser une politique monétaire restrictive ;
- enfin, elles font courir le risque, au moins à court terme, d'une hausse des taux d'intérêt consécutive à un freinage de la masse monétaire, ce qui peut engendrer une baisse brutale de l'activité.

Selon les monétaristes, la Banque centrale doit être indépendante de l'Etat.

De ce fait, l'indépendance dont ont historiquement bénéficié la FED puis Bundesbank après la Seconde Guerre Mondiale, a été accordée à la plupart des banques centrales sous le

motif affiché de les éloigner des pressions d'un pouvoir politique susceptible d'utiliser l'instrument monétaire à des fins de relance conjoncturelle.

3.2.4/ Les néo-libéraux post-monétaristes : La Nouvelle Ecole Classique des « anticipations rationnelles »

Certains keynésiens sont passés, autour des années soixante-dix, du keynésianisme à l'ultralibéralisme. La Nouvelle Ecole Classique, dont le prix Nobel Lucas, mais aussi Barro et d'autres furent les promoteurs, radicalise nettement la position de Friedman.

L'analyse friedmanienne d'efficacité à court terme (et non à long terme) de la politique monétaire est remise en cause par ses disciples des années 1970 qui s'affichent comme nouveaux classiques. Reprenant la théorie des anticipations de Muth (1961), ils contestent l'idée d'erreur systématique d'anticipation par les agents⁵⁴. Selon eux, pour anticiper l'inflation les agents ne se contentent pas d'extrapoler à partir de l'inflation passée, mais utilisent toute l'information disponible sur la situation économique. Rationnels, ils acquièrent la connaissance et la maîtrise des lois de fonctionnement de l'économie, par exemple les propriétés à long terme des fonctions de quasi-demande et de quasi-offre, si bien qu'ils anticipent qu'une politique monétaire active ne peut avoir pour seul effet que de faire hausser le niveau des prix.

3.2.4.1/ Les anticipations rationnelles

Les anticipations ne sont plus adaptatives mais rationnelles. Les gens utilisent toute l'information disponible pour formuler les prévisions optimales quant à l'avenir.

L'approche des anticipations rationnelles de la consommation a des implications non seulement pour la prévision, mais également pour l'analyse des politiques économiques. Si les consommateurs suivent l'hypothèse du revenu permanent et si leurs anticipations sont rationnelles, seules des variations non anticipées des politiques influencent leur consommation. Les modifications des politiques ne sortent leurs effets que si elles transforment les anticipations.

Dans le cadre de ce modèle, les politiques monétaire et budgétaire ne peuvent être qu'inefficaces et perturbatrices.

⁵⁴ DE BOYER Jérôme, « La pensée monétaire : histoire et analyse », éditions les Solos, 2003, P 257.

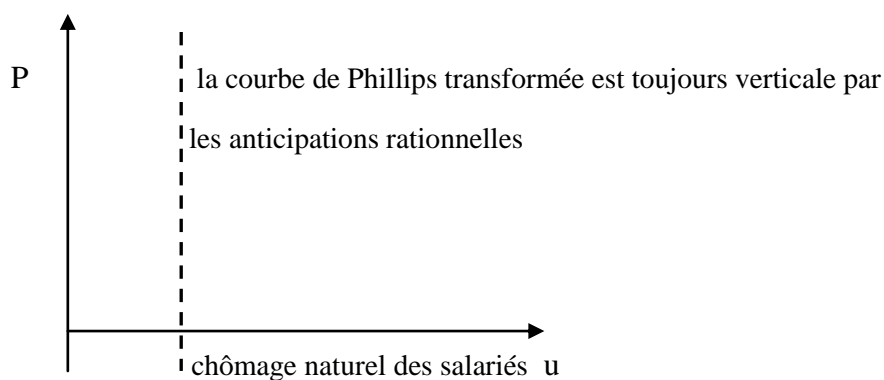
Ainsi, supposant que le Parlement décide un relèvement fiscal qui n'entrera en vigueur que l'année prochaine. Ceci amène les consommateurs à réviser à la baisse leurs anticipations quant à leurs revenus futurs, et donc à réduire, dès à présent, leur consommation. Lorsque le relèvement fiscal entre effectivement en vigueur, l'année suivante, la consommation ne se modifie plus, puisqu'il ne s'est passé rien de neuf depuis que la modification fiscale a été annoncée.

On voit donc que, si les consommateurs ont des anticipations rationnelles, les responsables politiques influencent l'économie, non seulement au travers de leurs propres actions, mais également par le biais de l'anticipation de ces actions par les gens.

Si les gens ne croient pas au modèle, illusionnés ou pas, la politique sera efficace.

3.2.4.2/ Anticipations rationnelles et ultralibéralisme monétaire : la critique radicale de la courbe de Phillips

Si l'Etat annonce une création monétaire supérieure à la croissance en volume escomptée pour l'activité, tous les agents anticiperont de l'inflation et les chômeurs volontaires ne se feront donc jamais tromper par l'illusion monétaire : le taux de chômage statistique ne bougera pas. Toute politique monétaire sera inefficace sur les variables réelles dont l'activité et le chômage, et n'entraînera tout de suite que de l'inflation : la monnaie redevient super neutre.



volontairement « en vacances » (3 à 4%)

Graphique 13 : La critique des nouveaux classiques de l'interprétation keynésienne de la courbe de Phillips⁵⁵.

⁵⁵ Castex Patrick, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », L'Harmattan, 2007, P108.

La politique monétaire ne peut plus être discrétionnaire mais doit répondre à des règles strictes (en gros celles de Friedman) : règles contre discrétion. Le seul moyen de mener une politique discrétionnaire efficace serait d'annoncer une politique et de faire le contraire, de tromper les agents par une fausse information.

La pensée des ultralibéraux est maintenant ultradominante : c'est la pensée unique des libéraux de droite mais qui influence également le social-libéralisme de gauche tenant d'une orthodoxie monétaire et financière. Il n'est plus question de lutter contre le chômage par des politiques monétaires keynésiennes, censées n'engendrer que de l'inflation. La théorie quantitative devient le socle de cette pensée unique.

Conclusion du premier chapitre :

Dans ce chapitre, nous avons examiné la vision des différents courants théoriques sur la place et le rôle de la monnaie dans la vie économique et situé leurs points de vue sur les mesures à prendre pour rendre la monnaie moins « nuisible » à l'économie.

Pour les classiques, d'Adam Smith à J.S Mill, les phénomènes monétaires n'ont pas d'incidence sur les conditions de l'échange. La monnaie est un voile derrière lequel les biens s'échangent contre des biens. Toute augmentation de la masse monétaire que n'accompagne pas une hausse de la production, se traduit par de l'inflation et, réciproquement, il est possible de lutter contre l'inflation en restreignant la masse monétaire, sans conséquence sur le niveau réel de la production.

La théorie keynésienne montre que la politique monétaire peut s'avérer indispensable pour parvenir au plein emploi, auquel les lois du marché ne conduisent pas spontanément. Dans une situation de sous-emploi, il convient d'accroître la quantité de monnaie pour que les taux d'intérêt baissent et que, par conséquent, l'investissement augmente, jusqu'à ce que le plein emploi soit réalisé. Toutefois, il arrive que la politique monétaire soit inefficace. Dès lors que le taux d'intérêt a diminué jusqu'à un certain seuil, la préférence pour la liquidité devient absolue et l'augmentation de la quantité de monnaie ne se traduit plus par une baisse des taux d'intérêt. Cette situation est connue dans la théorie keynésienne sous la désignation de « trappe à liquidités ».

Milton Friedman a voulu réhabiliter la théorie quantitative de la monnaie en réaction contre le keynésianisme. Partant de la courbe de Phillips, qui montre une relation empirique inverse entre taux de chômage et inflation, il relève que cette courbe fonctionne seulement à court terme. Selon lui, les agents économiques ne sont que provisoirement victimes de l'illusion monétaire en cas de politique monétaire expansionniste, si bien que le taux de chômage rejoint rapidement son niveau naturel tandis que l'inflation, en revanche, se retrouve propulsée à un niveau supérieur. Pour mettre un terme à ce cercle vicieux inflationniste, Friedman préconise l'abandon des politiques monétaires discrétionnaires au profit de règles fixes. Il suggère de déterminer un objectif de croissance pour la masse monétaire compatible avec le taux de croissance moyen de la production afin de garantir la stabilité des prix à long terme.

Les nouveaux classiques ont radicalisé la théorie monétariste, en supposant que les agents économiques déterminent leur comportement sur la base d'anticipations rationnelles, en conséquence desquelles une politique monétaire est non seulement inefficace à long terme, mais encore à court terme, les agents raisonnent toujours en termes réels et ne pouvant donc être leurrés par une politique monétaire.

Dans ces approches, la crédibilité des décisions de politique monétaire prend une importance considérable dans la lutte contre l'inflation, dont elle constitue l'objectif unique. C'est ainsi que la transparence et l'indépendance des banques centrales sont des caractéristiques jugées indispensables par l'école monétariste.

Introduction

La politique monétaire, à travers ses différents canaux de transmission est susceptible d'entraîner des réactions économiques multiples sur l'économie réelle, le système bancaire et financier et sur l'inflation. Bien des dimensions sont à prendre en compte par la Banque Centrale et le problème est qu'une seule politique monétaire produit, de façon indissociable, des effets dont certains seront bénéfiques alors que d'autres seront indésirables.

Dans la sphère réelle, il est possible que les effets de la politique monétaire soient relativement faibles par rapport à d'autres types de politique économique comme la gestion du budget de l'Etat, la législation économique (droit de la concurrence, restrictions réglementaires à l'activité, droit du travail), mais elle présente l'avantage d'être facilement mise en œuvre et à faible coût direct : modifier le taux d'intérêt ou la base monétaire ne requiert aucune ressource autre qu'une décision du Gouverneur de la Banque Centrale.

Dans ce chapitre, nous allons d'abord préciser les objectifs susceptibles d'être assignés à la politique monétaire, nous présenterons ensuite les mécanismes de sa transmission et nous examinerons, enfin, sa mise en œuvre.

Section 1 : La pluralité des objectifs possibles

En matière économique, les pouvoirs publics cherchent à réaliser les objectifs qu'ils assignent, à court terme et à long terme, par le biais d'instruments de politique économique. Leur principal souci est, comment faire, pour réaliser le « carré magique » : croissance, plein-emploi, stabilité des prix et équilibre extérieur.

Cet objectif final (cible finale) ne peut être atteint que par la prise en compte d'un objectif intermédiaire (cible intermédiaire). Pour être efficace, un objectif intermédiaire doit respecter quatre conditions⁵⁶:

- Exercer un effet direct sur l'une des cibles finales afin d'être accepté et compris, donc d'être crédible par tous les agents économiques ;
- ne pas conduire à des influences contradictoires avec les autres politiques intermédiaires, afin d'éviter la survenance d'effets pervers ;
- être contrôlé directement par l'autorité en charge de la politique concernée, afin que les responsabilités soient clairement établies ;
- être sous la dépendance exclusive de cette autorité, afin d'éviter tout conflit de compétences.

Le rôle attribué à chaque instrument de la politique économique est fonction, à un moment donné, de la théorie qui inspire le gouvernement en place et du contexte économique du pays. Ainsi, les keynésiens accordent une influence limitée à la politique monétaire puisqu'ils concluent que la monnaie n'a aucune influence directe sur le niveau de l'emploi et ne peut agir que sur la hausse des prix dans la mesure où elle modifie seulement les taux d'intérêt. Au total, aux yeux des keynésiens, la politique monétaire ne peut jamais être utilisée comme objectif intermédiaire pour atteindre l'une des quatre cibles poursuivies par la politique économique : elle ne peut servir que de complément à la politique budgétaire.

En revanche, comme la théorie quantitative de la monnaie explique qu'une variation du stock de monnaie agit sur le niveau des prix, donc que l'inflation est avant tout, un phénomène monétaire, quand la hausse des prix sévit ou est considérée comme une menace si elle apparaissait, les pouvoirs publics s'inspirent des conséquences tirées de cette théorie et mettent en avant la politique monétaire, les autres politiques effectives ne jouant, alors, qu'un

⁵⁶ Lehmann Paul-Jacques, « La politique monétaire: institutions, instruments et mécanismes », Lavoisier, 2011, P121.

rôle d'accompagnement. En effet, une banque centrale est en mesure de contrôler le taux tendanciel de croissance monétaire, donc le taux de hausse des prix à long terme. C'est cette tâche, et la seule, qui doit alors être confiée aux autorités monétaires.

Ainsi, après une longue période (« les Trente Glorieuses »⁵⁷) au cours de laquelle la théorie keynésienne a été largement appliquée, permettant grâce à une politique monétaire « d'argent bon marché », donc de taux d'intérêt faibles, de favoriser la croissance dans les pays sinistrés par la seconde guerre mondiale, la forte hausse des prix qui est suivie a conduit de nombreux gouvernants à appliquer la théorie monétariste, émanation de la théorie quantitative de la monnaie qui prône le contrôle de l'offre de monnaie pour assurer le maintien de la stabilité des prix. La politique budgétaire est, alors, d'autant plus délaissée qu'elle est considérée comme un facteur supplémentaire d'accroissement de la quantité de monnaie en circulation.

Il n'en reste pas moins que, à l'heure actuelle, dans la plupart des pays, l'objectif prioritaire fixé aux autorités monétaires est de lutter contre l'inflation. Une fois ce choix effectué, il faut, encore, déterminer de quelle manière cet objectif peut être atteint.

1.1/ L'objectif final de la politique monétaire

L'objectif de toute politique économique est d'accroître le bien-être économique de la nation, c'est-à-dire la prospérité des citoyens et la bonne santé des institutions à travers lesquelles ils participent à l'activité économique, à la fois dans le présent et à l'avenir. La possibilité pour les hommes et les femmes qui travaillent de gagner correctement leur vie, pour les entreprises qu'ils possèdent et dans lesquelles ils travaillent de réaliser des bénéfices et de faire les investissements appropriés pour la croissance, et enfin la possibilité, pour les banques et les autres institutions financières sur lesquelles les individus comme les entreprises s'appuient, de faire face au risque qui constitue leur principale raison d'être. L'expérience montre qu'une hausse (ou une baisse) des prix peut, et cela arrive, perturber le bon

⁵⁷ L'expression "**Trente Glorieuses**" désigne la période d'une trentaine d'années qui a suivi la **fin de la Seconde Guerre mondiale** en 1945, jusqu'au **premier choc pétrolier** de 1973. C'est, pour les pays industrialisés occidentaux, une période de prospérité **exceptionnelle**. Les "Trente Glorieuses" se caractérisent par une forte croissance économique, le plein emploi, l'accroissement rapide du pouvoir d'achat et l'essor de la consommation de masse.

L'expression a été inventée par l'économiste français **Jean Fourastié** (1907-1990) dans son livre "*Les Trente Glorieuses, ou la révolution invisible de 1946 à 1975*", publié en 1979. Elle fait référence aux "Trois Glorieuses", les journées révolutionnaires des 27, 28 et 29 juillet 1830. L'auteur, professeur au Conservatoire national des Arts et Métiers et membre de l'Institut, met en évidence dans cet ouvrage consacré à la France cette expansion continue et exceptionnelle.

fonctionnement de l'activité économique, de sorte que la stabilité des prix est, de ce point de vue, un objectif essentiel.

Si la politique monétaire ne pouvait influencer de manière plus directe sur les résultats réels, mais pouvait néanmoins avoir une influence sur l'évolution des prix, alors, pour ce qui concerne la conduite de la politique monétaire, sans aller au-delà, la recherche du bien-être économique fondamental et de la stabilité des prix reviendrait à servir le même objectif.

Aujourd'hui, le débat autour de la neutralité de la politique monétaire par rapport aux résultats économiques réels semble résolument appartenir au passé. Parmi les économistes, les hommes d'affaires, les investisseurs de marchés ou dans le grand public qui s'intéresse aux problèmes économiques, rares sont ceux qui pensent que les actions menées par la Banque centrale n'ont pas d'impact sur la production, l'emploi ou les valeurs des actifs. La théorie comme les faits indiquent que, dans le monde dans lequel évoluent les économies industrialisées avancées et les économies postindustrielles, la politique monétaire peut influencer sur la production, sur l'emploi ainsi que sur d'autres aspects quantitatifs de l'activité économique non financière sur une période assez longue⁵⁸.

Les objectifs assignés à la politique monétaire ont beaucoup évolué au cours du temps. Jusqu'en 1914, la monnaie est contrôlée pour elle-même, pour atteindre et conserver une certaine valeur, et non par rapport aux conséquences des variations de cette valeur. En effet, la banque centrale est alors considérée comme la gardienne vigilante de la monnaie, à la fois aux niveaux externe, pour que le pays conserve son rang dans le régime de l'étalon-or, et interne, pour ne pas qu'une distribution trop laxiste du crédit et, en période de guerre, qu'un financement excessif de l'Etat, pèsent sur la confiance du public.

Entre les deux guerres mondiales, après l'abolition de l'étalon-or, l'appel aux autorités monétaires est quelque peu délaissé. La montée du chômage, la déflation⁵⁹ et le contrôle direct des mouvements internationaux de capitaux laissent peu de place à la politique monétaire qui ne consiste qu'en des modifications du taux d'escompte. En revanche, par la suite, la politique monétaire retrouve un statut privilégié et est, expressément, mise au service

⁵⁸ Solow Robert, « Les banques centrales sont-elles légitimes ? », ed ALBIN MICHEL, 2009, P75.

⁵⁹ En économie, la **déflation** est un phénomène de **baisse générale des prix** constatée sur une **période suffisamment longue** de plusieurs trimestres. Elle est la conséquence d'une demande globale qui ne suffit pas à absorber la quantité de biens et services produits par l'économie.

Les périodes de déflation sont peu fréquentes contrairement à l'**inflation** qui est le phénomène opposé. On ne doit pas confondre la déflation avec la **désinflation** qui est la baisse du taux de l'inflation.

de la politique économique. Les raisons en sont la hausse des prix des années 1970 et la conviction que seule la politique monétaire est capable de combattre ce fléau.

Même si elle est critiquée par de nombreux économistes, la mise en évidence des liens directs entre monnaie et prix conduit à privilégier, comme objectif de la politique monétaire, le maintien de la stabilité des prix, en raison des coûts élevés auxquels conduit l'inflation.

1.1.1/ Les coûts de l'inflation

Il faut démontrer pourquoi la lutte contre la hausse des prix constitue la politique monétaire nécessaire. Si l'on peut déceler facilement les motifs en périodes troubles, par exemple lors des guerres en raison du financement nécessaire de l'Etat à un moment où la production est réduite, il est plus délicat d'en saisir les causes pendant les périodes normales. D'ailleurs, la prise de conscience par le public des effets néfastes de la hausse des prix est relativement récente, encouragée par l'insistance des pouvoirs publics à démontrer que l'inflation n'est pas nécessairement un gage d'emploi élevé et qu'elle est à l'origine d'un coût particulier, le coût du seigneurage.

1.1.1.1/ L'arbitrage inflation-chômage

Depuis quelques années, on considère qu'une forte hausse des prix n'est pas le gage d'une situation qui tendrait à conduire au plein-emploi. En revanche, si un consensus existe sur l'existence de coûts de l'inflation à long terme, la controverse sur l'arbitrage entre inflation et chômage à court terme reste d'actualité en raison de l'influence de la hausse des prix sur la production.

- **Les coûts de l'inflation à long terme**

Longtemps, les coûts sociaux de l'inflation ont été considérés comme négligeables. Il n'en est plus de même aujourd'hui. En effet, on considère, désormais, que la hausse des prix est source de coûts de redistribution et conduit à l'inefficience de l'allocation des ressources disponibles : plus le public constate une forte inflation, plus il estime que les politiques monétaires et fiscales vont être restrictives et que le risque de dépression est important en raison des conséquences auxquelles les mesures nécessaires à prendre vont conduire. Il cherche, alors, à se prémunir contre la survenance d'une inflation future encore plus forte et utilise d'une manière qui n'est pas optimale les moyens à sa disposition. Par exemple, la hausse des prix, à l'origine d'un niveau élevé de la prime qui compense le risque d'érosion

par l'inflation incorporé dans les taux d'intérêt à long terme, décourage les investissements et, donc, la croissance.

Quant aux coûts économiques, ils sont d'autant plus élevés que l'inflation est, en moyenne, forte car elle est alors plus volatile et plus instable, donc moins bien anticipée. En effet, non seulement la hausse des prix conduit à une perte de pouvoir d'achat, mais elle perturbe la signification des signaux dont les prix sont porteurs. En rendant moins transparentes la formation et la comparaison des prix relatifs, l'inflation modifie la répartition des ressources réelles entre les agents selon qu'ils soient débiteurs ou créanciers. Il s'ensuit une baisse du potentiel économique du pays avec, par exemple, des activités financières qui prennent le pas sur les activités productives.

On en déduit qu'il existe un taux d'inflation optimal permettant de rendre égaux les coûts et les revenus marginaux sociaux à long terme, c'est-à-dire qui minimise les coûts combinés de l'inflation et de l'emploi. Mais, outre le fait que ce taux est difficile à déterminer, il ne faut pas oublier que le gouvernement en place supporte, aussi, un coût politique à court terme en raison de ces déséquilibres.

Au cours du quart de siècle qui suit la fin de la seconde guerre mondiale, la hausse des prix est d'autant moins combattue qu'elle est considérée, selon l'enseignement keynésien prédominant à l'époque, comme un élément favorable à la croissance. Surtout, la majorité des économistes préconise un arbitrage entre inflation et chômage, tant à court terme qu'à long terme. Comme le public est plus soucieux d'un emploi abondant que du maintien de la stabilité des prix, on doit accepter que la politique monétaire conduite à une hausse des prix si, conjointement, le chômage est faible. Cette attitude va changer avec l'apparition de la stagflation⁶⁰.

En effet, dans les années 1970, l'inflation et le chômage augmentent parallèlement. On observe, également, que la forte hausse des prix dans certains pays, comme la France, n'a pas d'effets plus favorables sur l'emploi que la faible augmentation observée dans d'autres pays, par exemple l'Allemagne. Ces constatations conduisent à une remise en cause de la courbe de Phillips qui conduit à la conclusion d'une relation inverse entre l'inflation et le chômage et dont Friedman démontre qu'elle ne peut s'appliquer à long terme quand les agents ont achevé l'ajustement de leurs anticipations. Comme le taux naturel de chômage est en fait le taux de

⁶⁰ La **stagflation** est une situation économique caractérisée par une **croissance de l'activité nulle ou très faible** et une **inflation**. La stagflation s'accompagne en général d'un taux de chômage élevé.

plein emploi, une banque centrale peut se fixer comme objectif, à moyen terme, le maintien de la stabilité des prix, sans craindre de voir le chômage se développer.

Les économistes qui acceptent la théorie monétariste estiment que la stabilité des prix favorise la croissance à long terme et est le gage de la stabilité financière grâce à des anticipations considérées comme stables sur l'évolution du pouvoir d'achat de la monnaie : les informations transmises par les prix des biens et des services sont plus faciles à interpréter, ce qui rend plus aisées les prises de décisions. A l'inverse, une hausse des prix élevée et, surtout variable, perturbe les prévisions des agents économiques qui ont du mal à se projeter dans l'avenir, d'autant plus que celui-ci est plus éloigné.

Comme l'évolution des salaires et des prix est fonction des anticipations de croissance monétaire, le coût du chômage en période de désinflation est minimisé si la politique menée est crédible. En effet, plus les citoyens ont confiance en l'action de leurs autorités monétaires, plus ils réduisent le délai d'ajustement de leur comportement en réponse à une modification de la direction de la politique monétaire. La raison en est que la baisse de l'expansion de la quantité de monnaie en circulation provoque une réduction de la demande, les individus cherchent toujours à conserver intact leur pouvoir d'achat par rapport à leurs prévisions.

En revanche, si la volonté de parvenir à une baisse des prix apparaît peu crédible, les salaires poursuivent leur progression. En effet, le public accepte davantage d'inflation pour remédier à un marché du travail déprimé tant que la hausse des prix demeure dans les limites attendues. Mais son attitude change lorsqu'il constate que l'inflation s'écarte de sa tendance habituelle car, se référant à l'existence d'un nouveau trend, les épargnants incluent une prime supplémentaire dans les taux longs, les salariés réclament une hausse de leur rémunération et les entrepreneurs augmentent leurs prix.

En effet, n'ayant pas confiance en leurs responsables monétaires, les citoyens craignent qu'une fois leurs anticipations sur les prix intégrées, les pouvoirs publics modifient leur attitude par rapport à ce qu'ils avaient annoncé, pour favoriser la reprise des embauches. Ainsi, une hausse des prix mesurée favorise la croissance. Il n'est donc pas étonnant que la crédibilité pour une inflation faible soit devenue un véritable leitmotiv⁶¹ pour les banques centrales. Néanmoins, si l'accord souffre de peu de contestation pour le long terme, le débat sur l'arbitrage inflation-chômage reste vif à court terme.

⁶¹ Formule, idée qui revient sans cesse dans un discours, une œuvre littéraire, une conversation, etc.

- **Le rôle de l'inflation sur la production à court terme**

Un certain nombre de faits tend à confirmer l'analyse théorique selon laquelle la politique monétaire influence, à court terme, non seulement le niveau des prix, mais aussi le niveau de la production, donc de l'emploi. La banque centrale peut, ainsi, être amenée à créer davantage de monnaie pour favoriser l'emploi au-dessus de son niveau naturel, au prix d'un peu plus d'inflation.

Cependant, de nombreux économistes affirment que la hausse des prix permet seulement une stimulation transitoire de l'économie car c'est le niveau de l'inflation anticipée qui explique la différence entre le taux effectif de l'emploi et son taux naturel. Par exemple, les entreprises et leurs salariés se mettent d'accord, au début de chaque période, sur le niveau des salaires nominaux, en fonction du niveau prévu de hausse des prix. Lorsque c'est bien l'inflation prévue qui se produit, les salaires réels souhaités sont en phase avec les salaires réels effectifs. Toute tentative pour amener l'emploi au-dessus de son niveau naturel est réduite à néant. En revanche, si une forte hausse des prix se manifeste, l'emploi augmente de manière temporaire car les agents ont du mal à faire la distinction entre déséquilibres nominaux et déséquilibres réels. Mais les salaires réels, donc le pouvoir d'achat des salariés et leur demande future, diminuent.

De plus, des chocs transitoires sur l'emploi contribuent à une inflation persistante car ils sont, souvent, combattus par une hausse des prix immédiate. Les agents modifient alors leurs anticipations inflationnistes et réclament des hausses des salaires nominaux, ce qui tend à peser sur l'emploi : le processus se reproduisant d'une période à l'autre, l'inflation devient permanente.

La solution consiste, donc, pour les autorités monétaires à fixer le taux d'inflation qu'elles souhaitent avant le début des discussions établissant les salaires et à s'y conformer ou, de manière encore plus efficace, à déterminer le taux applicable sur une longue période. Dans ce cas, le taux d'inflation a plus de chance de ne pas dépasser cette limite supérieure et l'emploi de se situer à son niveau de taux naturel. Sa conséquence est que la politique monétaire doit être chargée du maintien de la stabilité des prix à long terme et la politique budgétaire de l'emploi.

Au total, le maintien de la stabilité des prix sert au mieux les objectifs de production et d'emploi : plus le taux d'inflation est faible, plus la croissance est forte. Il ne peut provenir que de la confiance en la possibilité pour la banque centrale de garantir cette stabilité à long terme, renforcée par les effets positifs que peuvent, alors, produire les réformes structurelles. Le traité de Maastricht⁶² reflète parfaitement cette position : « une politique monétaire préservant la stabilité des prix de façon durable et crédible apporte la meilleure contribution globale à l'amélioration des perspectives économiques et à l'évolution du niveau de vie ».

A partir de l'arbitrage nécessaire inflation-chômage à court terme, les autorités monétaires doivent choisir la manière de s'attaquer à la hausse des prix : soit le gradualisme, soit la thérapie de choc. La première solution est mise en œuvre, par exemple, dans les années 1990, par la Bundesbank qui décide de combattre la très forte inflation allemande par des variations progressives, et non brutales, des taux d'intérêt, afin de ne pas trop peser sur la production. Inversement, mais dans un contexte différent, la deuxième solution est adaptée par la Russie, dès le début de la transition vers l'économie de marché, avec des effets fortement négatifs sur l'économie réelle.

Le choix est d'autant plus délicat qu'il est soumis au jugement du public qui, en tant qu'électeurs, vote en le prenant en considération. Cette situation est surtout vérifiée lorsque le chômage est orienté à la hausse. Il s'ensuit que de nombreuses banques centrales cherchent, souvent, à atteindre un objectif d'emploi supérieur au taux naturel à l'approche d'élections.

Néanmoins, tenter de stimuler l'emploi à court terme en mettant en œuvre une politique monétaire laxiste, afin de surprendre le public par l'inflation, est dangereux car une telle stratégie remet en cause la stabilité à long terme des prix, sans réduction du chômage. En effet, lorsque les salariés ont la meilleure information possible sur l'ampleur à venir des modifications nominales, l'effet sur l'emploi disparaît.

⁶² (7 février 1992) Traité instituant l'Union européenne et signé par les douze États membres de la Communauté économique européenne. Modifiant ou complétant les textes fondamentaux antérieurs (traités de Paris et de Rome et Acte unique européen), ce traité fait de la Communauté européenne (C.E.) – qui succède à la Communauté économique européenne (C.E.E.) – le cadre institutionnel unique de l'Union. Il concerne principalement la poursuite de l'Union économique et monétaire (U.E.M.) – avec, à terme, la création d'une Banque centrale européenne et d'une monnaie unique (euro) –, et la mise en œuvre d'une politique étrangère et de sécurité commune ainsi que d'une coopération dans le domaine de la justice et des affaires intérieures. Il instaure en outre une citoyenneté européenne. Soumis à des procédures de ratification dans chaque pays membre de la C.E.E., le traité a été approuvé, en 1992-1993, par tous les États (avec d'importantes clauses d'exception pour le Danemark et la Grande-Bretagne). Il est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993.

Aussi, les pouvoirs publics considèrent, dorénavant, dans leur grande majorité, que la stabilité des prix est la condition de la création d'emplois. Elle est, également, le fondement de l'équilibre économique en raison du coût du seignuriage qu'elle permet d'éviter.

1.1.1.2/ Inflation et seignuriage

Le coût le plus important de l'inflation est le seignuriage qui profite à l'Etat bien que celui-ci ne la perçoive pas dans sa totalité. Le seignuriage se définit comme la perception par la puissance publique d'un impôt déguisé sous la forme d'une taxe sur l'inflation⁶³. En effet, la hausse des prix est source d'une augmentation des recettes fiscales, engendrée par la hausse des revenus imposables en termes nominaux, sans que les tranches d'imposition soient modifiées, et d'une diminution de la valeur réelle de la dette publique.

L'avantage pour les pouvoirs publics est que le seignuriage est invisible et est supporté par tous les agents économiques qui souhaitent conserver constante leur encaisse réelle, c'est-à-dire leur pouvoir d'achat, et qui sont prêts à payer cet impôt pour détenir davantage d'encaisse nominale. Il n'est donc pas étonnant que de nombreux gouvernants, à toutes les époques, se soient servis et continuent à se servir de cet impôt caché qu'est l'inflation plutôt que d'augmenter de manière visible les véritables impôts.

- **La mise en œuvre du seignuriage**

Impôt déguisé, le seignuriage est facile à mettre en œuvre car le coût marginal de production de la monnaie est insignifiant par rapport à la valeur marginale des échanges auxquels elle conduit. Aussi les pouvoirs publics ont-ils toujours préféré demander à leur Institut d'Emission d'émettre des billets plutôt que de déprécier la valeur du métal dans lequel les billets sont remboursés.

Les revenus du seignuriage prennent plusieurs formes. En régime d'étalon or, ils proviennent de la taxe prélevée pour transformer les billets en pièces. Aujourd'hui, ils sont issus de l'exercice de la mission de politique monétaire des banques centrales et sont égaux à la différence entre les intérêts générés par les actifs détenus, issus du refinancement auquel ont recours les établissements de crédit, et les coûts de fabrication des billets et de gestion des comptes courants des banques. Le profit de l'institut d'émission étant versé en grande partie à

⁶³ Lehman P. J, « La politique monétaire : institutions, instruments et mécanismes », Lavoisier, 2011, P128.

l'Etat, c'est ce dernier qui bénéficie de cette forme moderne du seignuriage, d'autant plus important que les taux d'intérêt du refinancement sont plus élevés.

Des mesures d'évaluation de l'impôt de seignuriage l'ont chiffré jusqu'à 25% des recettes fiscales. Cette taxe apparaît de manière particulièrement marquée dans certaines situations : un environnement politique instable, chaque gouvernement laissant à son successeur un système d'imposition qui rend difficile la perception de nouveaux impôts ; l'accent mis sur la politique fiscale plutôt que sur la politique monétaire, incapable de peser sur l'ampleur des déficits budgétaires ; des coûts élevés de perception des impôts ; une évasion fiscale importante ; une forte augmentation des dépenses publiques ; une dette publique déjà considérable et la réticence des citoyens à financer une nouvelle hausse ; une économie caractérisée par des secteurs difficiles à imposer ; des marchés financiers peu développés, etc.

L'une des critiques adressées au seignuriage est que cette pratique remet en cause les principes démocratiques selon lesquels seul le Parlement est habilité à instaurer des impôts afin de retirer au pouvoir exécutif l'arbitraire d'une telle décision. Or, l'inflation conduit à la perception d'un impôt non voté et à des effets de répartition qui peuvent être discriminatoires en fonction de la distribution des dépenses publiques financées par la création de monnaie.

Le seignuriage n'est pas infini. En effet, même s'ils l'utilisent fréquemment, les pouvoirs publics ont du mal à déterminer le taux d'inflation qui permet d'obtenir les revenus maxima car il existe des effets pervers liés aux réactions du public face à son anticipation du taux d'inflation et à sa détention d'encaisse : s'il constate une hausse des prix supérieure à ses attentes, il réduit ses achats, donc l'activité économique s'essouffle et les rentrées fiscales diminuent. Les autorités monétaires doivent tenir compte de ces conséquences dans la fixation de l'offre de monnaie, en cherchant à mieux connaître l'action de la hausse des prix sur la demande d'encaisse réelle, et pas seulement sur la demande de monnaie nominale.

- **Les conditions de mise en œuvre du seignuriage**

En fait, pour obtenir des revenus élevés du seignuriage, les pouvoirs publics doivent fixer, par surprise et le plus discrètement possible, un taux d'inflation supérieur au taux d'inflation anticipé puisque l'on a vu que c'est l'inflation non anticipée qui agit sur le comportement des agents économiques. Il n'est donc pas étonnant que ces revenus sont plus

importants en période d'hyperinflation⁶⁴ car les citoyens s'attendent toujours à une hausse des prix inférieure à celle qui se manifeste. Mais ce mécanisme ne peut perdurer car les institutions monétaires perdent alors leur crédibilité.

Il faut, donc, chercher à mettre en œuvre un seignuriage non pas maximal, mais optimal, c'est-à-dire à retenir la fourchette haute de la combinaison quantité de monnaie en circulation – inflation qui fournit les revenus les plus stables à l'Etat. Pour ce faire, la politique mise en œuvre doit être établie à un horizon suffisamment lointain pour que l'inflation effective ait le temps de s'ajuster à l'inflation anticipée. En effet, les revenus du seignuriage peuvent être plus importants avec un taux d'inflation faible qu'avec un taux élevé si la hausse des prix est parfaitement prévue, c'est-à-dire parfaitement intégrée dans les prévisions. En fait, toute la difficulté réside dans le fait que le choix du taux d'inflation à atteindre précède celui du public quant à sa détention du montant d'encaisses réelles.

L'existence de revenus du seignuriage montre que la politique monétaire d'un pays ne peut être envisagée sans prendre en considération ses finances publiques. L'exemple le plus significatif à cet égard concerne les taux d'intérêt nominaux qui sont liés positivement au taux de hausse des prix en raison de la prime d'inflation qu'ils recèlent. Ainsi, une augmentation des dépenses publiques conduit à un accroissement des taux nominaux puisqu'il faut davantage d'inflation pour les financer par les revenus du seignuriage.

Il ne faut pas non plus oublier que le coût d'opportunité de l'encaisse correspond au taux d'intérêt nominal. Or, le seignuriage implique que ses coûts marginaux soient égaux dans toutes les périodes. Toute fluctuation de taux nominaux doit, donc, être évitée, ce qui explique le lissage des taux que l'on constate, même si l'on peut se demander si les pouvoirs publics ne préfèrent pas le lissage des impôts. Or, l'expérience montre que, même si la relation entre la variation de la quantité de monnaie et la variation des taux d'intérêt n'est pas systématique, les taux nominaux à court terme sont, en moyenne inférieurs et moins volatils après la mise en œuvre de l'objectif de maintien de la stabilité des prix qu'avant son instauration. En revanche, s'ils sont aussi moins volatils, les taux d'intérêt réels sont plus élevés en raison de la réduction des tensions inflationnistes. La difficulté est que les autorités monétaires et les autorités fiscales doivent coordonner leurs actions pour rendre égaux les

⁶⁴ Le phénomène de l'hyperinflation correspond à une inflation extrêmement élevée échappant à tout contrôle. Lorsque l'inflation dépasse le seuil des 100% annuels, on parle alors d'hyperinflation.

coûts marginaux du seignuriage et des impôts : un tel résultat est, certainement, plus facile à atteindre avec une banque centrale dépendante, sous la coupe des pouvoirs publics.

Tous ces développements montrent que le maintien de la stabilité des prix n'est pas simplement synonyme de la conservation de prix constants. Ce qui est en jeu est la détermination d'une hausse optimale des prix, mission désormais attribuée à la plupart des banques centrales, conséquence des trois évidences apparues dans les années 1970 : l'inflation est toujours associée à une croissance excessive de la quantité de monnaie en circulation ; elle ralentit lorsque la croissance de l'offre de monnaie est maîtrisée ; les politiques autres que monétaires, contrôle direct des prix, contrôle du crédit, contrôle des changes, politique budgétaire, ne permettent pas de lutter de manière efficace contre la hausse des prix.

1.1.2/ Les avantages de la stabilité des prix

Certes, une hausse continue des prix n'est pas directement un phénomène pris en compte dans le bien-être immédiat de chaque individu, néanmoins plusieurs raisons indirectes – ou de plus long terme – rendent l'objectif de stabilité des prix souhaitable⁶⁵ :

- Quand l'inflation est élevée, il est difficile de distinguer qu'une hausse d'un prix est spécifique à un bien plutôt que résultant d'un mouvement du niveau général des prix. Par exemple, si une entreprise voit le prix du cuivre augmenter, elle ne saura pas exactement si le prix de cette matière augmente parce qu'il y a rareté de ce bien – auquel cas il serait utile de trouver d'autres sources d'approvisionnement, voire d'investir massivement dans la recherche-développement pour trouver de nouvelles techniques de production économe en biens rares – ou si le prix augmente par simple effet général de l'inflation – auquel cas les changements de processus de production seraient effectués en pure perte. L'inflation est de nature à perturber l'information fournie par les prix et des décisions non optimales peuvent être prises par méconnaissance du système de prix relatifs ;
- Même sans illusion nominale, certains prix sont définis de façon contractuelle pendant une période de temps fixée à l'avance, si bien que l'inflation correspond à une rigidité des prix relatifs. C'est par exemple le cas des salaires dans les pays anglo-saxons ou en Allemagne, pays où les négociations aboutissent à un contrat entre syndicats de

⁶⁵ Szpiro Daniel, « Economie monétaire et financière », De Boeck, 2009, p 183.

salariés et patronat. C'est aussi le cas du prix de vente de beaucoup de biens. La rigidité des prix n'est pas une propriété intrinsèque, elle résulte des coûts directs ou indirects de leur modification (ce que l'on appelle les coûts de menu ou de catalogue) ;

- Le système d'imposition a pour assiette les revenus nominaux. En particulier, en cas d'inflation, les revenus de l'épargne seront taxés davantage, car le taux d'intérêt nominal ou les plus-values sur titres de capitalisation seront élevés, même si le taux d'intérêt réel reste faible ;
- En cas d'hyperinflation, la perte de la qualité de réserve de valeur de la monnaie entraîne des coûts de transactions importants. Les contrats non indexés deviennent incertains et le long terme nécessitera une prime de risque importante (obligation dont le remboursement du nominal sera d'une valeur réelle incertaine).

En sens inverse, il est considéré qu'une inflation non nulle, mais faible, peut être bénéfique :

- Les salaires nominaux sont assez rigides à la baisse, alors que c'est moins le cas pour les salaires réels qui ne bénéficient d'aucune garantie contractuelle. Du point de vue des comportements, on peut facilement penser qu'il est plus facile pour un salarié d'accepter une absence d'augmentation de son salaire dans un environnement d'inflation à 2 ou 3 % (c'est-à-dire une baisse du pouvoir d'achat) que d'accepter une baisse effective du salaire nominal de 3 % dans une situation où l'inflation est nulle. Ceci résulte de deux raisons : * l'inflation rogne progressivement le pouvoir d'achat alors qu'une baisse nominale de salaire est un phénomène discontinu qui implique une adaptation plus difficile des comportements de consommation, * le salaire ne représente pas seulement l'achat d'un service anonyme, c'est aussi un signe de reconnaissance de la valeur (du travail) d'un individu, si bien qu'une baisse nominale du salaire atteindrait le moral et la motivation des travailleurs qui seraient enclins à fournir moins d'efforts dans leur activité.

Sans inflation, les salaires nominaux s'ajusteraient difficilement à la baisse dans les secteurs en déclin. L'inconvénient d'une inflation nulle est cependant amoindri dans les situations économiques de croissance forte de la productivité, car alors pour rééquilibrer les segments du marché du travail afin de déplacer l'offre vers les secteurs

porteurs, il est possible d'augmenter les salaires sectoriellement d'un côté, en laissant d'un autre côté stagner les salaires des autres secteurs de l'économie.

- Eventuellement, un autre avantage de l'inflation est qu'elle permet d'obtenir un taux d'intérêt réel négatif, si tant est que l'équilibre macroéconomique requiert un tel niveau. Dans le cas où l'inflation est nulle, il est toujours possible de garder l'épargne en encaisses monétaires qui procurent un taux d'intérêt nominal négatif.

De nombreux arguments d'ordre économique font ressortir les avantages de la stabilité des prix. Parmi les principaux arguments, on peut citer :

- La stabilité des prix améliore la transparence du mécanisme de prix relatifs, évitant ainsi les distorsions et contribuant à assurer une répartition efficace des ressources réelles, à la fois dans le temps et en termes d'affectation. Une répartition plus efficace des ressources accroît le potentiel productif de l'économie. En ce sens, la stabilité des prix crée un environnement dans lequel les réformes structurelles indispensables mises en œuvre par les autorités nationales en vue de renforcer la flexibilité et l'efficacité des marchés peuvent produire tous leurs effets.
- La stabilité des prix réduit au minimum la prime correspondant à la compensation du risque d'érosion par l'inflation incorporée aux taux d'intérêt à long terme ; faisant ainsi baisser le niveau de ces taux, elle contribue à stimuler l'investissement et la croissance.
- Si le niveau futur des prix est entaché d'incertitude, les ressources réelles sont détournées pour se prémunir contre les risques d'inflation ou de déflation au lieu d'être affectées à des emplois productifs. Maintenir de façon crédible la stabilité des prix évite ces coûts et fournit un environnement propice à des décisions rationnelles en matière d'investissements réels. La stabilité des prix permet également d'éliminer les coûts réels induits lorsque l'inflation ou la déflation amplifie les effets de distorsion qu'exercent les systèmes fiscal et de protection sociale sur les comportements économiques.
- Le fait de maintenir la stabilité des prix permet d'éviter l'important phénomène de redistribution arbitraire de la richesse et des revenus, qui apparaît dans des

environnements tant inflationnistes, et contribue ainsi à préserver la cohésion et la stabilité sociales.

Ces arguments pris collectivement donnent à penser que la stabilité des prix en elle-même contribue à la réalisation des objectifs fixés en termes de production ou d'emploi.

L'observation des faits indique très nettement que les avantages de la stabilité des prix pour l'économie réelle sont importants. Plusieurs études menées dans de nombreux pays montrent que ceux qui enregistrent un taux d'inflation plus faible ont, en moyenne, tendance à connaître une croissance plus rapide⁶⁶.

1.2/ Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire

Afin d'atteindre un (ou des) objectif (s) final (s) en matière de politique économique et plus précisément en matière de politique monétaire, les autorités compétentes dans ce domaine définissent des objectifs intermédiaires. Elles le (ou les) définissent parce qu'il leur est impossible d'agir directement sur le niveau de (ou des) objectif (s) final (s). « Le (ou les) objectif (s) intermédiaire (s) sont donc une sorte d'interface entre objectif final et instrument »⁶⁷. Pour qu'ils soient efficaces, ces objectifs intermédiaires doivent présenter certaines caractéristiques :

- Ce sont des variables sur lesquelles les autorités monétaires peuvent agir à l'aide d'instruments dont elles disposent. Ce sont donc des variables qu'elles sont susceptibles de contrôler. Rien ne servirait en effet de définir un ou des objectifs intermédiaires sur lequel les autorités monétaires ne pourraient agir ;
- Ce sont des variables mesurables rapidement permettant ainsi d'évaluer les résultats de la politique menée et éventuellement de la réajuster ;
- Ce sont des variables dont on suppose qu'elles sont censées permettre la réalisation de l'objectif final. En effet, rien ne sert de définir un ou des objectifs intermédiaires afin d'atteindre un ou des objectifs finals si aucune relation n'existe entre ces deux catégories d'objectifs. Il découle de cela que les objectifs intermédiaires peuvent être extrêmement différents selon l'objectif final retenu. Ainsi, les objectifs de la politique

⁶⁶ Chaîneau André, « Mécanismes et politique monétaires », presses universitaires de France, 1968, p 145.

⁶⁷ DELAPLACE Marie, « Monnaie et financement de l'économie », DUNOD, 2005, p 121.,

monétaire dépendent de (ou des) objectif (s) final (s) privilégiés par la politique économique.

En matière de politique monétaire, le rythme de croissance de la quantité de monnaie, le niveau des taux d'intérêt, ou encore le niveau du taux de change constituent les principaux objectifs intermédiaires. La diffusion de l'innovation et l'internationalisation des marchés ont cependant entraîné une évolution des objectifs intermédiaires vers des concepts plus diversifiés.

1.2.1/ La surveillance du rythme de croissance des agrégats monétaires

1.2.1.1/ Définition des agrégats monétaires

Longtemps, un seul agrégat a été retenu, le stock d'or. Aujourd'hui, les autorités monétaires disposent de cinq agrégats, classés selon ordre croissant d'illiquidité, c'est-à-dire de délai et de risque de moins-value de conversion en moyens de paiement :

- M_0 , la quantité de monnaie centrale (billets + pièces + comptes courants des banques à la banque centrale) ;
- M_1 , le stock de monnaie dans sa définition la plus étroite de moyens de paiement (billets + pièces + dépôts à vue) ;
- M_2 , le stock de monnaie « potentiel » (M_1 + dépôts à court terme (<2ans) transférables rapidement et sans coût en moyens de paiement avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) ;
- M_3 , le stock de monnaie dans sa définition la plus large (M_2 + instruments négociables à court terme : titres d'OPCVM, pensions, instruments du marché monétaire, autres titres de créance à moins de deux ans) ;
- M_4 , la liquidité générale de l'économie (M_3 + actifs financiers à moyen et long terme).

On constate qu'à part M_0 qui ne constitue que de manière marginale des moyens de paiement puisqu'il s'agit simplement du montant de « matière première » nécessaire a priori ou a posteriori pour expliquer le montant de monnaie en circulation, les quatre autres agrégats se déduisent les uns les autres, leur calcul se faisant en cascade.

1.2.1.2/ L'agrégat monétaire privilégié

Parmi tous les agrégats à leur disposition, les autorités monétaires privilégient celui qui leur semble, à un moment donné, être le mieux prédictif de l'évolution future des prix. Elles cherchent donc à retenir l'agrégat qui présente la meilleure stabilité et la plus forte corrélation avec l'inflation anticipée, capable de les prévenir suffisamment tôt des manifestations de tendances inflationnistes et des actions correctrices à mettre en place le plus rapidement possible et de servir de référence aux agents économiques. Le choix est délicat et donne lieu à controverse car de nombreux économistes estiment que les liens entre monnaie et inflation sont, aujourd'hui, beaucoup plus lâches qu'auparavant et que l'interprétation des fluctuations des agrégats monétaires constitue une tâche de plus en plus délicate. En effet, la constance des liens entre les différentes formes de monnaie et l'évolution des prix ainsi que la stabilité des composantes des agrégats sont remises en cause par les innovations financières : la vitesse de circulation de la monnaie est de plus en plus instable et les banques détiennent des dépôts à échéance de plus en plus longue alors qu'elles prêtent sur des durées de plus en plus courtes.

Ainsi, avec un accès aux marchés dérivés plus facile, les agents adaptent la structure de leurs portefeuilles, ce qui conduit à modifier leur comportement par rapport au stock de monnaie et à sa vitesse de circulation. De même, si certains fonds rémunérés gérés par des organismes de placement collectif constituent bien de l'épargne liquide, ils sont très facilement transformables en moyens de paiement, avec une perte en capital quasi nulle. La frontière entre monnaie et épargne liquide est donc difficile à tracer, les agents passant constamment de l'un à l'autre, au gré des variations des taux d'intérêt, de la modification de la fiscalité et de leurs besoins de paiements.

Aussi, afin d'éviter des interprétations et donc des prévisions, erronées en raison de variations irrégulières, les autorités monétaires privilégient-elles, le plus souvent, des agrégats définis de façon large, incluant la monnaie stricto sensu et l'épargne à court terme la plus volatile. En effet, si cette catégorie d'indicateur est moins contrôlable à court terme, elle présente l'avantage d'être plus stable à moyen et long terme, la substitution entre éléments figurant au sein d'un même agrégat laissant celui-ci inchangé.

En conséquence, très peu de banques choisissent M_0 qui, bien que sous leur tutelle directe, est trop réducteur puisque la monnaie centrale n'explique que les moyens de paiement en circulation alors que le contrôle doit porter sur une définition plus large de la monnaie.

Deux exceptions peuvent être signalées : la Bundesbank qui a privilégié cet agrégat de 1974 à 1988 et la Bank of England qui l'avait adopté en 1983. De même, les agrégats de type M_1 et M_2 sont rarement retenus car, s'ils sont significatifs à court terme en raison de leur forte élasticité par rapport aux taux d'intérêt, ils sont peu liés à l'évolution future des prix. Par exemple, lorsque les taux d'intérêt sont orientés à la baisse, le coût d'opportunité de la monnaie diminue. Il n'est alors pas rare que M_1 augmente beaucoup car les agents économiques enregistrent des pertes minimales lorsqu'ils délaissent les produits d'épargne pour les dépôts à vue. Dans ce cas, l'augmentation de l'agrégat n'est pas annonciatrice d'inflation.

M_4 étant considéré comme un agrégat beaucoup trop large, c'est M_3 qui est le plus souvent retenu. Tel est le choix effectué par la Banque Centrale Européenne qui, pour atteindre son objectif de hausse annuelle des prix maximum, suit le comportement à moyen terme de cet agrégat, en prenant exemple la Bundesbank qui utilisait cet agrégat depuis 1988 et sur la France qui l'avait choisi pour remplacer M_2 de 1990 à 1993. A la différence de la Banque de France qui n'annonçait qu'une fourchette à l'intérieur de laquelle devait évoluer M_3 , la BCE indique, en tenant compte de la croissance du PIB et de l'évolution de la vitesse de circulation de la monnaie, la croissance maximum qu'elle accepte (depuis l'origine 4,5% en rythme annuel de croissance calculé sous forme de moyenne mobile trimestrielle afin de lisser les fluctuations mensuelles dues à des causes saisonnières ou accidentelles)⁶⁸.

1.2.1.3/ La croissance de la masse monétaire

Un rythme de croissance des agrégats monétaires constitue un bon objectif intermédiaire dès lors que les autorités monétaires peuvent influencer à l'aide des instruments dont elles disposent (taux de refinancement, encadrement de crédit, réserves obligatoires, etc.).

Mais pour être de bons objectifs intermédiaires, les agrégats monétaires doivent être revus régulièrement. En effet, il est nécessaire de pouvoir les calculer facilement et donc de délimiter de façon très précise les actifs qui peuvent ou non être transformés rapidement en moyen de paiement, c'est-à-dire ceux qui peuvent être considérés comme des actifs monétaires et ceux qui ne le sont pas. Rien ne sert de contrôler un agrégat si, par le biais de substitution d'actifs, les agents arbitrent rapidement entre actifs inclus dans ces agrégats et d'autres qui ne le sont pas. Rien ne sert non plus de contrôler un agrégat si, suite à un

⁶⁸ LEHMANN P-J, « La politique monétaire : institutions, instruments et mécanismes », Lavoisier, 2011, p145.

processus d'innovation financière, les agents achètent de nouveaux titres non inclus dans les agrégats mais qui sont très facilement transformables en moyens de paiement.

Par ailleurs, on peut estimer que leur liaison avec les objectifs finals est assez forte. Ainsi, si les autorités monétaires décident de suivre le rythme de progression d'un agrégat monétaire (aujourd'hui M3) c'est parce qu'elles supposent que la quantité de monnaie a pour but, en dernier ressort, l'acquisition de biens et services. Dès lors, tout accroissement de la quantité de monnaie en circulation induira une augmentation de la demande de biens et services. Si la demande de biens et services excède l'offre, alors peuvent survenir certains déséquilibres. En effet, dans la mesure où l'offre de biens et services n'est pas parfaitement élastique (elle ne s'adapte pas instantanément à la demande), l'excès de demande de biens et services peut se traduire par une inflation et /ou une augmentation des importations (la demande s'adresse à des producteurs étrangers) et donc un déséquilibre des règlements avec l'étranger.

Inversement, la production de biens et services ne peut se développer que si la quantité de monnaie en circulation s'accroît parallèlement. En effet, si cette dernière (qui conditionne la demande de biens et services) est insuffisante, un certain nombre de déséquilibres peuvent survenir. Une insuffisance de la demande peut décourager les producteurs, qui voient leurs ventes et leurs bénéfices diminuer. Par conséquent, les investissements peuvent chuter. De plus, les entreprises peuvent être conduites à réduire la quantité de travail dont elles ont besoin, et ainsi à diminuer leurs effectifs. Le chômage apparaît alors. De ce fait, elles distribueront moins de salaires. La demande s'en trouvera encore affaiblie... Il est donc nécessaire que le rythme de progression de la quantité de monnaie en circulation permette à l'offre de trouver des débouchés.

Une croissance équilibrée de l'économie exige donc que la quantité de monnaie en circulation ne soit ni trop importante, ni insuffisante. C'est pourquoi la politique monétaire vise à contrôler les agrégats monétaires.

Le contrôle de la quantité de monnaie, et surtout la publication des objectifs annuels de croissance de cette quantité de monnaie sont pratiqués dans de nombreux pays : Etats-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie, Espagne, Suisse, Pays-Bas...

Cette politique a quelquefois été qualifiée de « monétariste ». En pratique la référence à la théorie monétariste doit être nuancée ; pour cette dernière, il faut maintenir sur plusieurs

années, un taux de croissance constant et de préférence faible, de la monnaie. De plus, les monétaristes, convaincus que la quantité de monnaie doit être le paramètre privilégié de l'équilibre économique, estiment qu'il faut laisser flotter le taux de change de la monnaie. Or, les banques centrales qui contrôlent la progression des agrégats de monnaie étaient loin de se fixer des objectifs identiques d'une année sur l'autre : de plus, nombre d'entre elles cherchaient également à stabiliser le taux de change de leur monnaie. Le suivi de la quantité de monnaie s'inspire d'une vision, à la fois plus pragmatique et plus complexe des choses, appuyée sur un certain nombre d'arguments⁶⁹ :

- Ce n'est pas faire preuve de « monétarisme » que de s'inspirer de l'équation quantitative $MV = PT$. Selon les informations disponibles sur T , c'est-à-dire le potentiel de production, un afflux de monnaie peut être neutre ou défavorable pour les prix. Evidemment, la stabilité de V n'est pas (plus) acquise (on revient toujours aux problèmes de l'innovation) mais ce n'est pas une raison pour ignorer M .
- Les agrégats de monnaie sont la « chose » des banques centrales : ces dernières, en effet, les conçoivent, les définissent, les calculent, les publient et peuvent en principe en contrôler les variations.
- Les agrégats sont des concepts qui, en dépit de leur caractère quelque peu abstrait, peuvent être assez facilement assimilés par le public. Comme le produit intérieur brut, la masse monétaire, même si les détails de ses contours ne sont évidemment pas connus, représente une réalité, la quantité de monnaie en circulation, que chacun peut apprécier. Ce caractère familier d'un concept de politique économique est important. Il permet à la politique monétaire d'avoir un écho, une « crédibilité » qui contribue à son efficacité.

1.2.2/ Le niveau des taux d'intérêt

Il existe de nombreux taux d'intérêt parmi lesquels on distingue les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés ou les taux pratiqués par les institutions financières.

Sur les marchés, on distingue les taux d'intérêt à court terme (sur le marché monétaire) ou à long terme (sur le marché financier). Sur le marché monétaire, les taux s'établissent en

⁶⁹ PATAT Jean-Pierre, « Monnaie, système financier et politique monétaire », *Economica*, 2002, p 412.

fonction des capitaux empruntés, des emprunteurs et de la durée (taux au jour le jour pour les capitaux empruntés à 24 heures, taux à terme). Sur le marché financier, les principaux taux sont respectivement le taux du marché obligataire qui fournit le rendement des obligations et celui du marché hypothécaire qui fournit le rendement des titres représentant des créances sur l'habitat d'une durée supérieure à 10 ans.

Quant aux taux pratiqués par les institutions financières, on distingue les taux d'intérêt qu'elles exigent pour les prêts qu'elles accordent à leur clientèle (ce qu'on appelle les taux débiteurs) et ceux qu'elles consentent sur les ressources qu'elles collectent (par exemple, livrets d'épargne) auprès de leur clientèle (ce qu'on appelle les taux créditeurs).

Les taux d'intérêt peuvent constituer un bon objectif intermédiaire dans la mesure où ils sont facilement mesurables. Par ailleurs, si les autorités monétaires ne peuvent intervenir directement sur ces taux, elles peuvent, en revanche, se fixer comme objectif intermédiaire un certain niveau de ces taux et agir sur eux indirectement au travers des taux de refinancement, au travers des taux auxquels les banques obtiennent de la monnaie centrale.

Enfin, le niveau des taux d'intérêt de même que l'évolution de ces taux influencent le comportement des agents. Par exemple, si les taux d'intérêt sont élevés, ils favorisent les placements financiers et l'épargne au détriment de l'investissement et de la consommation. Si l'objectif final de la politique monétaire est la relance, les autorités monétaires peuvent tenter de faire baisser ces taux afin de favoriser l'investissement et la consommation et donc la demande de biens et services. Inversement, si l'objectif est de lutter contre l'inflation, les autorités monétaires peuvent se fixer comme objectif intermédiaire de relever les taux d'intérêt de façon à réduire la demande de biens et services.

1.2.3/ Le taux de change

Le taux de change exprime la valeur de la monnaie nationale par rapport à une monnaie étrangère. Dans une économie qui effectue de nombreux échanges avec l'étranger, le niveau du taux de change peut être retenu comme objectif intermédiaire.

Il est mesurable, relativement influençable par les autorités monétaires à l'aide des instruments dont elles disposent et enfin, on peut considérer que sa liaison avec les objectifs finals tels que la stabilité des prix, la croissance est assez forte.

Ainsi, si les autorités monétaires décident de baisser les taux auxquels elles refinancent les banques, cette baisse va générer une baisse des différents taux d'intérêt. Les capitaux sont alors moins bien rémunérés dans le pays : ils vont aller se placer là où les taux sont relativement plus importants, c'est-à-dire à l'étranger. Ces mouvements de capitaux se traduisent alors par une vente de la monnaie nationale et par une baisse de la valeur externe de la monnaie, une baisse du taux de change. Cette baisse du taux de change va engendrer une compétitivité accrue des entreprises nationales dont les prix en monnaie étrangère auront baissé, ce qui peut se traduire par une augmentation des exportations, source de croissance. Mais cette baisse du taux de change va aussi générer une hausse des prix des produits importés dans le pays, ce qui, si le montant des importations ne peut être réduit dans cette économie, peut se traduire par une hausse des prix par effet de contagion...

Par ailleurs, la stabilité du taux de change peut aussi être une contrainte que les autorités monétaires doivent respecter dans le cas d'un régime de change fixe. Ce fut le cas dans le système monétaire européen avant le passage à la monnaie unique, même si les marges de fluctuation étaient relativement importantes. La stabilité du taux de change était d'ailleurs un des critères de participation à l'euro.

1.3/ L'Evolution du concept d'objectif intermédiaire

Les autorités monétaires se trouvent confrontées à un problème lié à la montée des innovations financières et de l'internationalisation des marchés, problème qui ne s'est pas atténué au fil des années.

La monnaie a de l'importance : trop de monnaie, surtout celle issue de trop de crédit bon marché, crée un contexte de moindre vigilance à l'égard des prix et peut alimenter des comportements spéculatifs, tant dans le domaine immobilier que sur les marchés financiers. Nier le rôle de la monnaie dans l'inflation revient à nier le rôle de la politique monétaire.

Mais la monnaie est de moins en moins bien contrôlable parce qu'elle est de moins en moins bien mesurable. Cette mesure s'améliore quelque peu lorsqu'on étend le contour des agrégats ; ainsi les agrégats larges de type M_3 sont-ils privilégiés par rapport aux agrégats plus étroits de type M_1 ou M_2 . Mais on ne peut étendre indéfiniment le contour des agrégats car tout n'est pas monétaire. Les bordures des agrégats larges sont donc composées de placements dont la nature monétaire n'est pas avérée en toutes circonstances (les OPCVM : Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, les titres de créance négociables par exemple) ;

et, à la proximité des bordures des agrégats existent des placements dont la nature non monétaire n'est pas non plus avérée en toute circonstance (les obligations pas trop éloignées de leur échéance par exemple).

Ainsi, la pertinence de l'utilisation des agrégats comme objectifs intermédiaires est mise en doute. Faut-il étendre ce doute à la pertinence même des objectifs intermédiaires puisque ceux qui paraissent les plus logiques ont perdu une grande partie de leur valeur ? C'est l'une des applications du débat « rules versus discretion ».

1.3.1/ « Rules versus discretion »

S'assigner des objectifs intermédiaires, c'est s'imposer un certain nombre de règles et les faire connaître. Si ces règles sont difficiles à finaliser, pourquoi le faire ? La banque centrale doit se former son propre jugement en utilisant toutes les informations désirables. Certaines de ces informations peuvent d'ailleurs être privilégiées à certaines époques et ne plus l'être ensuite. Tout est question de circonstances car la réalité économique et financière est devenue très mouvante.

On peut paradoxalement formaliser la discrétion en s'assignant des règles implicites, non publiées. Parmi ces règles, la règle de Taylor permettant d'adapter le niveau des taux d'intérêt au niveau requis par la situation de la demande et de l'inflation.

La formule proposée par John Taylor correspond bien à une stratégie duale puisqu'elle implique une double réaction à la situation des prix et de la production réelle. Il s'agit d'une règle réactive, d'un engagement que prendrait la Banque Centrale pour atteindre ses objectifs finals, règle et engagement lui permettant d'asseoir une réelle crédibilité et d'éviter le risque d'incohérence dynamique⁷⁰ souligné par les modèles de Finn Kydland et Edward Prescott ou de Robert Barro et David Gordon.

La règle de Taylor n'est pas une simple construction a priori mais a été élaborée en étroite concordance avec une expérience concrète de politique monétaire. C'est en examinant le comportement de la Réserve Fédérale entre 1987 et 1992 sous la férule d'Alan Greenspan, et plus précisément les valeurs de son taux d'intervention, que Taylor a dégagé sa règle, en exprimant l'idée que celle-ci coïncidait approximativement avec la fonction de réaction de la

⁷⁰ L'incohérence dynamique apparaît quand une décision de politique économique pour une période future, faisant partie d'un plan optimal exprimé au début d'une période, ne reste plus optimale à une date ultérieure même si aucune information nouvelle n'a été transmise entre temps.

Réserve Fédérale. Comme par ailleurs l'action de cette dernière donnait de bons résultats, tant en termes d'évolution de l'inflation que de stabilité réelle, on en est venu à préconiser la généralisation de la règle ainsi découverte :

$$I_t = r^* + p_t + a (p_t - p^*) + b (y_t - y^*)$$

Où :

- i_t est le taux nominal à court terme fixé par la Banque Centrale (son instrument) ;
- p_t le taux d'inflation effectif ;
- p^* l'objectif d'inflation ;
- r^* le taux d'intérêt d'équilibre ou « neutre » à court terme ;
- l'écart entre le produit effectif y_t et le produit potentiel ou tendentiel y^* est exprimé en pourcentage (on l'appelle souvent « écart de production », en anglais output gap) ;
- Les paramètres a et b sont positifs. Dans la version proposée par Taylor ils valent exactement la même chose soit 0,5 ;
- Comme par ailleurs le taux d'intérêt r réel « neutre » est évalué à 2%, ainsi que le taux d'inflation objectif p^* , la formule devient :

$$I_t = 2 + p_t + 0,5 (p_t - 2) + 0,5 (y_t - y^*)$$

Dans le cas où l'objectif d'inflation est atteint ($p_t = p^* = 2$) et à supposer que l' « écart de production » soit égal à zéro, le taux d'intérêt d'intervention i_t se fixe à la valeur 4%.

S'il se produit un surcroît d'inflation d'un point et si y_t est toujours égal à y^* , le taux d'intervention passe à la valeur 5,5% soit la somme : $2 + 3 + 0,5$. On remarque donc une propriété intéressante de la règle : le taux d'intervention augmente plus que le surcroît d'inflation ce qui indique un durcissement des conditions réelles de prêt de la part de la banque centrale. En effet, le coefficient proposé pour p_t par Taylor est de 1,5 soit : $i_t = 2 + 1,5 p_t - 1 + 0,5 (y_t - y^*)$

Le taux d'intérêt réel r_t s'accroît avec le taux d'inflation⁷¹ :

$$r_t = i_t - p_t = r^* + 0,5 p_t - 0,5 p^* + 0,5 (y_t - y^*) \text{ et ici : } r_t = 1 + 0,5 p_t + 0,5 (y_t - y^*)$$

⁷¹ LANDAIS Bernard, « Leçons de politique monétaire », De boeck, 2008, p 227.

La réplique de la banque centrale à l'inflation doit se traduire par un durcissement de la politique monétaire, c'est-à-dire une hausse du taux d'intérêt réel. La valeur 1,5 est certes arbitraire mais le coefficient de p doit nécessairement dépasser 1, en application de ce qu'on appelle parfois le « principe de Taylor ».

1.3.2/ De nouveaux types d'objectifs intermédiaires, les deux piliers

Quelques soient les conceptions et les incertitudes sur la portée des innovations financières, les autorités monétaires ne peuvent se passer d'un indicateur prédictif. Ce qui compte ce n'est pas le niveau d'inflation du jour tel que l'indice des prix nous le fait connaître, c'est déjà du passé, mais l'inflation dans un an, dans six mois. C'est une des grandes difficultés de la politique monétaire : on ne réagit pas quand on est dans le mur ; on doit anticiper. Il faut avoir une vision du futur (« forward looking »). Un instrument d'analyse ayant valeur prédictive qui puisse être une représentation du futur est donc indispensable.

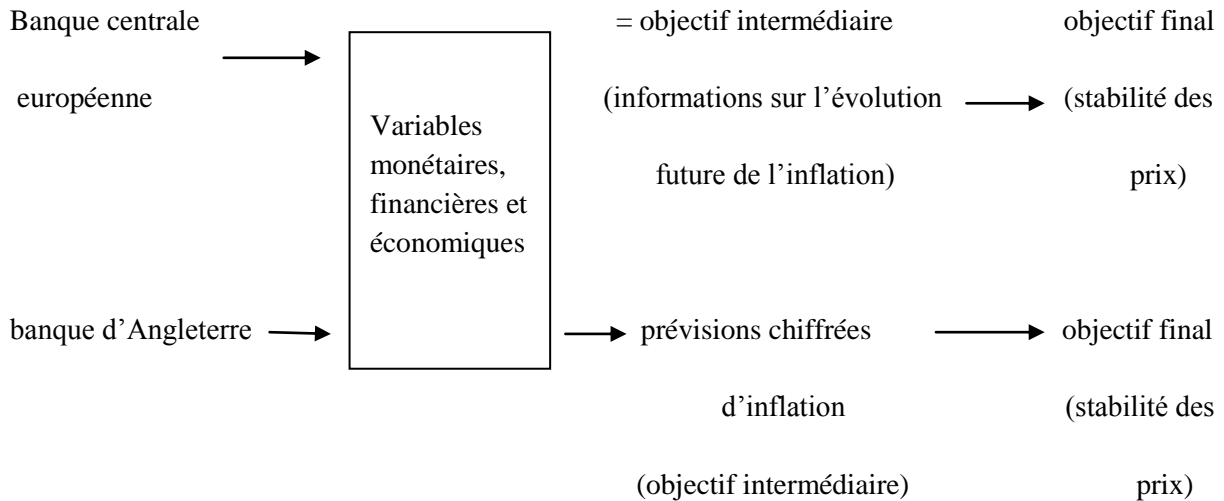
Il s'agit donc de prendre le maximum d'informations, y compris bien entendu celles relatives à la quantité de monnaie pour apprécier la réalité de futures pressions inflationnistes. C'est la démarche de la Banque Centrale Européenne et celle de la Banque d'Angleterre, mais la formalisation en est différente.

A la Banque Centrale Européenne, ces variables donnent une place à part aux agrégats de monnaie (M_3) ; c'est le « premier pilier » mais concernant également – et c'est le « deuxième pilier » -, un ensemble d'informations très complètes sur les taux à long terme, le taux de change, la croissance, les salaires, etc.

Les évolutions de toutes ces variables sont publiées et c'est en fonction des analyses qu'elle effectue au vu de ces évolutions que la Banque Centrale Européenne prend en principe ses décisions. On est donc ici incontestablement devant un objectif intermédiaire, ne serait-ce que par son caractère public et même si sa quantification est très partielle, elle ne concerne que M_3 , et très souple : on juge l'évolution de l'agrégat par rapport à une « valeur de référence » et non un « objectif ». Mais c'est un objectif intermédiaire d'un type nouveau où la monnaie a une place privilégiée, mais où l'analyse se réfère également à d'autres variables.

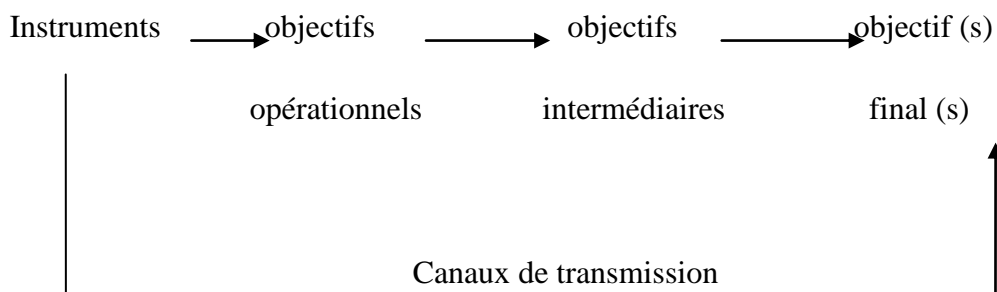
A la Banque d'Angleterre, ce sont évidemment les mêmes variables qui sont utilisées. Mais une modélisation permet d'aboutir à une prévision chiffrée d'inflation à six mois ou un an.

Cette prévision est publiée et c'est elle qui constitue en fait l'objectif intermédiaire. La prévision doit être conforme à l'objectif final d'inflation. Si elle l'excède, on peut être amené à agir.



Pour atteindre ces objectifs intermédiaires, les autorités monétaires peuvent agir sur des objectifs opérationnels, des variables qu'elles peuvent contrôler directement (taux de réescompte, taux du marché de la monnaie centrale, taux auxquels s'échange la monnaie centrale et quantité de monnaie centrale).

Pour ce faire, elles disposent de certains instruments qui vont agir sur les objectifs finals au travers de différents canaux. On a donc la séquence suivante⁷² :



⁷² DELAPLACE M, « Monnaie et financement de l'économie », DUNOD, 2005, p 127.

Section 2 : Mécanismes de transmission

Bernanke ⁷³ et Getler ⁷⁴ (1995) relèvent que si les économistes s'accordent généralement sur le fait que la politique monétaire peut affecter de manière significative l'économie réelle, il subsiste, en revanche, des interrogations s'agissant des canaux par lesquels cette influence s'exerce. De fait, le mécanisme de transmission de la politique monétaire a longtemps été traité comme une boîte noire.

Cette section sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire vise à identifier les canaux par lesquels les modifications des taux directeurs de la Banque centrale influencent les évolutions de l'activité et de l'inflation, notamment :

- Le canal des taux d'intérêt ;
- Le canal des prix des actifs réels et financiers, y compris le taux de change ;
- Le canal du crédit qui, en présence de frictions financières, désigne des facteurs affectant l'offre et la demande de crédit ;
- Canal des anticipations.

2.1/ Le canal des taux d'intérêt

Alors que le canal classique des taux d'intérêt agit d'abord sur la demande agrégée, le canal du coût du crédit ou cost channel exerce d'abord ses effets sur l'offre.

2.1.1/ Canal des taux d'intérêt et courbe des taux

Il existe sur les marchés financiers, un grand nombre de taux d'intérêt, dont chacun correspond à une durée et une catégorie d'emprunteurs déterminées. On peut les représenter par une « courbe des taux »⁷⁵, qui définit, pour une catégorie d'emprunteurs donnée, le taux des emprunts à chaque maturité (trois mois, six mois, un an, deux ans, dix ans... et jusqu'à

⁷³ Ben Shalom Bernanke (1953) est un économiste américain, du courant nouveau keynésien. Il fut président de la Réserve fédérale des Etats-Unis pour deux mandats jusqu'au 31 janvier 2014, où il laisse sa place à Janet Yellen.

⁷⁴ Paul Gertler (1955), économiste américain et Professeur en économie à l'Université California Berkeley.

⁷⁵ C'est la courbe qui, à un instant donné, représente la valeur des taux d'intérêts en fonction de la durée des prêts.

trente ou quarante ans). La courbe des taux présente généralement une pente positive, les taux à long terme étant supérieurs aux taux courts.

C'est à travers la courbe des taux, son niveau et sa pente que les changements de taux directeurs se diffusent à l'économie.

La forme de la courbe des taux est donc essentielle pour la transmission de la politique monétaire. Elle dépend principalement de trois facteurs :

- l'évolution future anticipée des taux courts. On montre, en effet, que si les marchés anticipent, à l'avenir, une hausse des taux courts, les taux longs vont également monter en proportion. En fait, le taux à dix ans, par exemple, est égal à la combinaison des dix taux à un an anticipés pour chacune des dix années à venir ;
- l'incertitude qui affecte ces anticipations de taux : elle se matérialise par une prime de risque spécifique. Plus les anticipations de taux courts futurs sont incertaines, plus les taux longs sont élevés. C'est une des raisons pour lesquelles les banques centrales s'attachent à préserver leur crédibilité : avec des anticipations bien ancrées, les primes de risque sont moins élevées ;
- enfin, les taux longs sont affectés par l'offre et la demande de titres aux différentes échéances. Par exemple, si les compagnies d'assurance accroissent leur demande de titres d'Etat à dix ans, le prix de ces titres augmente et leur taux baisse. A l'inverse, si le déficit budgétaire se creuse, l'Etat doit émettre plus de titres, leur offre s'accroît, leur prix baisse, et le taux d'intérêt que doit consentir l'Etat émetteur s'élève.

En déterminant son taux directeur, la banque centrale vise à agir sur l'ensemble des taux qui affectent l'économie nationale :

- une variation du taux directeur provoque, toutes choses égales par ailleurs, un déplacement de la courbe des taux, au moins sur sa partie courte ;
- si la banque centrale est crédible, elle peut également, à travers sa communication influencer les anticipations d'inflation future, donc la pente de la courbe des taux ;
- il faut noter enfin que l'économie réagit au niveau et aux variations des taux d'intérêt réels, c'est-à-dire la différence entre les taux nominaux dégagés par le marché et l'inflation

anticipée. La banque centrale agit également sur l'inflation anticipée, donc sur les taux réels, selon qu'elle est plus ou moins crédible.⁷⁶

2.1.2/ Le canal classique des taux d'intérêt

Le canal classique des taux d'intérêt est le principal mécanisme de transmission dans le modèle IS/LM traditionnel ou dans le modèle nouveau keynésien augmenté des anticipations. En présence de rigidité des prix, une hausse, par exemple, des taux d'intérêt nominaux provoque un accroissement des taux d'intérêt réels et du coût d'usage du capital, ce qui entraîne une diminution des dépenses d'investissement (en capital fixe des entreprises, en logement des ménages), de consommation en biens durables (des ménages), donc de la demande agrégée et, de la production et de l'inflation.

Le fait que ce sont les taux d'intérêt réels, et non les taux nominaux qui affectent les dépenses de consommation et d'investissement a pour conséquence importante que la politique monétaire n'est pas totalement dépourvue d'influence quand les taux d'intérêt directs nominaux sont revenus à un niveau très faible voire nul. Si la banque centrale parvient à relancer les anticipations d'inflation à moyen et à long terme, elle sera en mesure de favoriser une baisse des taux d'intérêt réels et, par ce moyen, de stimuler la demande agrégée.

Le canal des taux d'intérêt peut se décomposer en trois étapes :

2.1.2.1/ Première étape : la transmission (pass-through) des taux directeurs aux taux d'intérêt de marché

La théorie des anticipations de la structure par terme des taux permet classiquement d'expliquer comment les modifications du taux d'intérêt à très court terme sous l'influence de la banque centrale, se transmettent, le long de la courbe des rendements, aux taux d'intérêt à plus long terme, qui sont ceux qui, exprimés en termes réels, affectent les décisions de consommation et d'investissement des ménages et des entreprises. Selon cette théorie, le taux d'intérêt à long terme est égal à la moyenne pondérée du taux d'intérêt à court terme observé et des taux d'intérêt à court terme anticipés jusqu'à l'échéance considérée. La baisse du taux d'intérêt à court terme entraîne donc celle des taux d'intérêt à plus long terme. La théorie qui repose sur des hypothèses restrictives –les hypothèses sont homogènes, les agents peuvent

⁷⁶ LOISEL Olivier et MESONNIER Jean-Stéphane, « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », Banque de France, Focus n°4, 23 avril 2009.

anticiper les taux courts avec certitude, des titres de maturité différente sont de parfaits substituts...- et qui néglige l'existence d'une prime de terme (correspondant au surcroît de rendement exigé par les investisseurs pour acheter des titres longs, plus risqués), n'est validée par les travaux empiriques que pour les échéances de court terme. Elle constitue néanmoins une approximation utile pour analyser les effets des changements de taux directeurs sur les taux à plus long terme.

Dans la zone euro, au Royaume-Uni comme aux Etats-Unis, les modifications de taux directeurs exercent rapidement des effets sur les taux d'intérêt de marché, avec un passe-through quasi unitaire s'agissant du taux d'intérêt au jour le jour, légèrement inférieur pour les taux d'intérêt d'échéance jusqu'à un an. Comme cette modification de taux directeurs influence les anticipations de politique monétaire, elle a également un impact significatif sur les taux d'intérêt à plus long terme tels que les swaps et les obligations d'Etat.⁷⁷

2.1.2.2/ Deuxième étape : la transmission des variations des taux de marché aux taux créditeurs et débiteurs des banques

D'une manière générale, les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques s'ajustent avec retard aux modifications des taux de marché. En outre, même évalué sur une période longue, le pass-through est souvent incomplet. L'explication de cette inertie apparente des conditions pratiquées par les banques réside dans le fait que le degré de pass-through des variations des taux de marché dépend de l'interaction de facteurs cycliques et structurels. En effet, le comportement de fixation des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques, apprécié par l'écart entre les conditions bancaires et les taux de marché, est fonction du coût de l'intermédiation (niveau des taux directeurs, risque de taux, risque de crédit, coûts de fonctionnement...). Il dépend également du degré de concurrence entre banques d'une part, entre banques et autres intermédiaires financiers d'autre part.

- La transmission des modifications des taux de marché s'effectue généralement de manière asymétrique au cours du cycle des taux d'intérêt, les taux débiteurs tendant à s'ajuster avec retard en phase de baisse des taux ; en phase de remontée des taux d'intérêt, ce sont les taux créditeurs qui tardent à augmenter ; le caractère prévisible de la politique monétaire pourrait inciter à ce lissage des conditions bancaires ; en outre,

⁷⁷ DRUMETZ Françoise, PFISTER Christian, « politique monétaire », De Boeck, 2011, P 99.

cette asymétrie est d'autant plus marquée qu'il existe un faible degré de concurrence au sein du système financier ;

- De fait, l'intensification de la concurrence de même que l'innovation financière devraient favoriser une accélération de la transmission des variations des taux de marché aux conditions débitrices et créditrices des banques ; à l'inverse, l'existence de coûts fixes d'ajustement de leurs taux d'intérêt pourrait conduire les banques à ne pas changer fréquemment leurs taux, particulièrement si les modifications des taux de marché sont de faible ampleur ou en cas d'incertitude sur le caractère durable de ces modifications ; en outre, si les banques ont des relations de long terme avec leur clientèle, ce qui est fréquemment le cas dans la zone euro, elles sont incitées à lisser l'évolution de leurs conditions sur le cycle afin de limiter leur volatilité ; enfin, le pass-through des taux de marché aux taux bancaires est étroitement lié au fonctionnement du canal du crédit et du capital bancaire. Les banques dont la situation de liquidité et le ratio de capital sont parmi les plus élevés ajustent leurs taux d'intérêt moins fréquemment que les banques moins performantes.

2.1.2.3/ Troisième étape : l'influence des variations des taux d'intérêt réels sur la demande agrégée

Les prix étant caractérisés par une certaine rigidité, à un degré plus ou moins élevé selon les pays, une modification des taux d'intérêt nominaux bancaires et de marché entraîne une modification des taux d'intérêt réels. Cette dernière est à l'origine de trois effets, de sens opposés :

- Un effet-revenu : par exemple, une hausse des taux d'intérêt accroît le revenu disponible des ménages qui détiennent des placements financiers rémunérés à taux variables ;
- Un effet de substitution intertemporelle : une hausse des taux d'intérêt et les prix des titres, une hausse des taux d'intérêt réels est à l'origine d'un arbitrage en faveur de l'épargne, au détriment de la consommation et de l'investissement ;
- Un effet de richesse : comme il existe une relation inverse entre les taux d'intérêt et les prix des titres, une hausse des taux d'intérêt fait baisser la valeur des patrimoines.

Les effets de substitution et de richesse l'emportant généralement sur l'effet-revenu, une hausse des taux d'intérêt réels entraîne un ralentissement voire une diminution des dépenses de consommation et d'investissement et, en conséquence, de la production.

2.1.3/ Le canal du coût du crédit

Le canal du coût du crédit agit sur l'offre agrégée via le coût du crédit. Une augmentation de taux directeur provoque une hausse du coût du crédit bancaire. Les entreprises étant dépendantes du crédit pour préfinancer leur production, cette hausse alourdit leur coût marginal de production, ce qui les conduit à augmenter leurs prix. A court terme, une augmentation du taux directeur provoquerait ainsi, de manière perverse, une hausse des prix, contrebalançant en partie les effets du canal traditionnel des taux d'intérêt qui s'exercent sur la demande agrégée : l'action du coût du crédit aux côtés du canal des taux d'intérêt amplifient la baisse de la production en réponse à un resserrement de politique monétaire mais atténuerait la diminution de l'inflation. Néanmoins, à long terme, l'effet sur la demande prédomine, conformément au principe de neutralité de la monnaie.

Par son action sur l'offre, ce canal permettrait de rendre compte des effets importants et persistants de la politique monétaire sur l'économie réelle.

2.2/ Le canal des prix des actifs réels et financiers

L'une des critiques adressées par les monétaristes au modèle IS/LM était que ce modèle ne considérait qu'un seul prix d'actif, le taux d'intérêt, et négligeait les prix relatifs d'autres actifs et la richesse réelle. Or, tant le taux de change que les autres prix d'actifs sont susceptibles de transmettre à l'économie les impulsions de politique monétaire.

Le canal des prix des actifs réels et financiers interagit avec les autres canaux de transmission de la politique monétaire, le canal classique des taux d'intérêt et le canal large du crédit : toutes choses égales par ailleurs, une baisse des taux d'intérêt provoque une hausse des cours des actions, des obligations et des prix de l'immobilier, ce qui accroît la capacité des entreprises et des ménages à emprunter et réduit leur « prime de financement externe ».

2.2.1/ Le canal du taux de change

Le canal du taux de change joue, aux côtés du canal des taux d'intérêt, un rôle dont l'importance est fonction du degré d'ouverture de l'économie. Il opère en deux étapes :

2.2.1.1/ Première étape : l'influence de la politique monétaire sur le taux de change

Même si elle n'est pas validée empiriquement, la théorie de la parité non couverte des taux d'intérêt, qui relie l'évolution anticipée du taux de change à un écart de taux d'intérêt, permet d'expliquer comment la politique monétaire est susceptible d'influencer le taux de change.

Selon cette théorie, l'écart de rendement entre, par exemple un placement en euros (i) et un placement en dollars (i^*) doit être égal au taux de variation anticipée du cours de change du dollar vis-à-vis de l'euro⁷⁸ :

$$i - i^* = E_t (S_{t-1}) - S_t$$

Ainsi, un assouplissement de politique monétaire aux Etats-Unis, qui se transmet aux taux de marché américains, réduit l'attrait des placements en dollars par rapport aux placements en devises étrangères, entraînant des sorties de capitaux et une baisse du taux de change nominal du dollar. La théorie implique que le taux de change du dollar doit baisser suffisamment pour que cette dépréciation engendre des anticipations d'appréciation équivalentes au nouvel écart de taux d'intérêt.

La politique monétaire n'est néanmoins qu'un déterminant parmi d'autres du taux de change.

2.2.1.2/ Deuxième étape : la transmission des variations du taux de change à l'inflation et à l'activité

- Une variation du taux de change affecte le prix des importations, cette modification étant susceptible de se propager à l'inflation interne ;
- une variation du taux de change influençant aussi le prix des exportations, ce sont, au total, les exportations nettes qui sont affectées et, in fine, la production ;

⁷⁸ DRUMETZ. F, PFISTER. C, « politique monétaire », De Boeck, 2011, p 103.

- les variations du taux de change affectent également les bilans des agents financiers et non financiers. Leur effet est notamment d'autant plus important qu'une part significative des dettes est libellée en devises, ce qui n'est pas le cas dans les pays développés, mais davantage fréquent dans les pays émergents.

2.2.2/ Le canal des autres prix d'actifs

La politique monétaire peut affecter, directement ou indirectement, les cours des actions ou les prix de l'immobilier.

- **L'investissement des entreprises et des ménages à travers le Q de Tobin :**
 - Si les taux s'élèvent, les cours des actions, devenues moins attractives que d'autres titres dont la rémunération s'est accrue, va baisser, ce qui freine les investissements. En effet, les entreprises comparent la valeur des capitaux anciens mesurée par leur valeur boursière (VB) et le coût des capitaux nouveaux (pc. C) où pc est le prix du capital et C le capital. Le rapport entre VB et pc. C est appelé Q. C'est le ratio « Q » de Tobin⁷⁹ (de James Tobin⁸⁰).

$$Q = VB / (pc. C)$$

Tant que le coût des capitaux nouveaux pc. C est inférieur à la valeur boursière des capitaux anciens (VB), les entreprises investissent. Ainsi, si $VB > pc. C$, alors $Q > 1$, la valeur boursière de l'entreprise est supérieure au coût de remplacement du capital ; dans ce cas l'entreprise est incitée à investir. Les investissements nouveaux sont moins onéreux relativement à leur valeur de marché. Les entreprises émettent des actions, en nombre plus limité que si elles avaient dû le faire avant la hausse des cours de bourse, pour financer ces nouveaux investissements.

En revanche, si la valeur boursière de l'entreprise (VB) est inférieure au coût de remplacement du capital, l'entreprise n'est pas incitée à investir. Ainsi, si $VB < pc. C$, alors $Q < 1$. Or si les taux d'intérêt s'élèvent, le coût de remplacement du capital s'élève et l'incitation à investir diminue. Il sera plus profitable pour elles d'acquérir du

⁷⁹ DELAPLACE. M, « Monnaie et financement de l'économie », Dunod, 2005, p142.

⁸⁰ James Tobin (1918-2002) est un économiste américain, pro-keynésien, qui a contribué à la science économique, dans les domaines de l'investissement, des marchés financiers et des politiques budgétaire et monétaire. Il est en particulier célèbre pour avoir donné son nom à la taxe dont il a proposé la création. Il est également à l'origine du modèle Tobit utilisé en économétrie et de la notion du ratio « Q de Tobin ».

capital existant en achetant d'autres entreprises dont la valeur de marché a baissé, plutôt que d'investir.

Cette théorie suppose des marchés efficients⁸¹, le cours de bourse devant refléter la valeur fondamentale de l'entreprise (mesurée par la valeur présente de ses cash flows futurs) et contenir toute l'information disponible. Les travaux empiriques font généralement apparaître que cela n'est pas le cas et qu'en conséquence le ratio Q ne suffit pas à lui seul à expliquer le comportement d'investissement des entreprises, d'autres variables devant être introduites dans l'équation d'investissement ;

- La théorie du Q de Tobin peut s'appliquer au marché du logement. Quand le ratio devient supérieur à 1, la valeur de marché de l'immobilier est plus élevée que le coût de remplacement, ce qui stimule la construction neuve. A long terme, l'offre accrue de logements conduit à une baisse de leurs prix en termes réels et le ratio Q converge vers l'unité. A l'inverse, si le ratio est inférieur à 1, il est préférable d'acquérir un logement ancien plutôt que de construire.

- **La richesse des entreprises et des ménages**

- l'effet de richesse est lié à la théorie du cycle de vie de Modigliani selon laquelle la consommation des ménages dépend de la richesse disponible tout au long de la vie. Par exemple, une hausse du cours des actions et des prix de l'immobilier consécutive à un changement de politique monétaire induit une hausse de la richesse et une augmentation de la consommation des ménages ;
- une explication alternative est l'effet de liquidité (Mishkin⁸², 2001). Les ménages préféreraient un ratio actifs financiers liquides / dette élevé afin de minimiser le risque de rencontrer des difficultés financières, les biens durables et le logement étant moins

⁸¹ Un marché est efficient lorsque le prix des titres financiers y reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible. Dans un tel marché, il est impossible de prévoir les rentabilités futures, et un titre financier est à tout moment à son prix. Un tel marché est également appelé marché à l'équilibre ou marché parfait.

⁸² Frederic Mishkin est professeur de Banking and Financial Institutions à la Graduate School of Business de l'Université de Columbia, New York. Il a été membre du conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale de 2006 à 2008, période au cours de laquelle il a participé directement à l'élaboration de la politique monétaire des Etats-Unis.

liquides et davantage susceptibles de faire apparaître des pertes lors d'une vente d'urgence.

2.3/ Le canal du crédit

L'expression canal du crédit désigne en réalité un ensemble de facteurs, affectant l'offre et la demande de crédit, qui contribuent à amplifier et à propager les effets du canal des taux d'intérêt plutôt qu'un canal alternatif et indépendant de ce dernier.

2.3.1/ Facteurs affectant l'offre de crédit

Les canaux qui agissent sur l'offre de crédit sont le crédit bancaire, le capital bancaire et la prise de risque.

2.3.1.1/ Le canal du crédit bancaire

Le canal du crédit bancaire s'appuie sur :

- les asymétries d'information⁸³ sur les marchés financiers et le rôle corrélativement spécial des banques ;
- l'importance des frictions financières, notamment de la substituabilité imparfaite entre les crédits bancaires et les titres tant dans les portefeuilles des banques que comme source de financement pour les entreprises et, a fortiori, pour les ménages qui sont exclusivement dépendants du crédit bancaire.

- **Canal standard du crédit bancaire sur données macroéconomiques**

Dans le cadre du modèle IS/LM, un resserrement de politique monétaire a pour conséquence une diminution de l'offre de crédit des banques. Cet effet repose sur le mécanisme du multiplicateur monétaire qui relie la base à la masse monétaire. Dans IS/LM, la cible opérationnelle de la politique monétaire est le niveau des réserves des banques auprès de la banque centrale. En outre, le système de réserves obligatoires contemporaines sur les dépôts est très contraignant : les banques commerciales ne peuvent recevoir des dépôts de la clientèle que dans la mesure où elles détiennent des réserves suffisantes à la banque centrale.

⁸³ L'asymétrie de l'information correspond à l'idée que la même information n'est pas partagée par tous (ainsi, les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs) et que même si c'était le cas, la même information ne serait pas perçue de la même manière. Il n'est donc pas raisonnable de croire que l'information est à tout instant équitablement partagée.

Ce caractère contraignant crée un lien entre, d'une part, la base monétaire et, d'autre part, les fonds prêtables par les banques (dépôts) et, in fine, les crédits distribués. Un resserrement de la politique monétaire, effectué par une opération de vente de titres à l'open market, se traduit par une contraction des réserves des banques auprès de la banque centrale qui provoque une diminution de leur offre de dépôts dont l'encours baisse. Comme il y a substituabilité imparfaite entre les différentes sources de financement, les banques peuvent difficilement émettre des titres pour compenser la diminution des dépôts, ce qui les contraint à restreindre leur offre de crédit. En raison de la contraction de l'offre de crédit, les entreprises, plus particulièrement celles qui n'ont pas accès aux financements de marché, et les ménages réduisent leurs investissements, pesant sur la demande agrégée et les prix.

- **Evaluation de l'incidence de l'hétérogénéité du système bancaire sur la distribution de crédit à partir de données de panel**

La littérature sur le canal du crédit bancaire s'est réorienté vers l'étude des conséquences de l'hétérogénéité au sein du système bancaire sur l'offre de crédit : la réaction, suite à un changement de taux directeur, de la distribution de crédit par les banques est-elle influencée par les caractéristiques de leur bilan (taille, liquidité, ratio de capital) ? Le recours à des données de panel a permis de résoudre le problème d'identification qui se pose quand des séries macroéconomiques sont utilisées pour évaluer empiriquement le canal du crédit, à savoir distinguer entre modification de l'offre et de la demande de crédit. L'hypothèse est faite que les caractéristiques de bilan affectent seulement l'évolution de l'offre de crédit par les banques, la demande de crédit en étant indépendante. Les évaluations sur données américaines montre effectivement que le comportement des banques diffère selon leur taille, les petites banques étant plus fragiles que les grandes, ou selon leur situation de liquidité. L'analyse de l'incidence de la situation des fonds propres sur l'offre de crédit des banques a fait l'objet d'un développement particulier, la théorie du canal du capital bancaire.

2.3.1.2/ Le canal du capital bancaire

La réglementation prudentielle pourrait être à l'origine d'un canal de transmission agissant à travers les fonds propres des intermédiaires financiers. D'après cette théorie, la politique monétaire affecterait l'offre de crédit à travers son impact sur le capital bancaire. Ce canal prend acte des limites du théorème de Modigliani-Miller (1958) selon lequel la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure de financement. Le théorème est valide dans un environnement de marchés complets, sans frictions financières (information imparfaite,

coûts de transaction, coût de faillite,...), dans lequel les décisions de prêt devraient être indépendantes de la structure financière de la banque : celle-ci serait toujours en mesure de trouver des investisseurs désireux de lui permettre de financer des projets rentables quel que soit le niveau de son capital.

De fait, les études empiriques mettent en évidence un lien entre le capital bancaire et l'évolution du volume de crédit distribué par les banques. Ainsi, Peek⁸⁴ et Rosengren⁸⁵ (2000) montrent que la baisse de la valeur des actions des banques japonaises a entraîné une réduction de l'offre de crédit de leurs filiales aux Etats-Unis. Pour Furfine (2001), qui étudie des données individuelles relatives aux grandes banques américaines, un choc négatif sur leur capital provoque un ralentissement de la croissance de leurs encours de prêts. Le capital semble également être un déterminant important du coût du crédit : par exemple, Lown⁸⁶ et Peristiani⁸⁷ (1995) mettent en évidence que les banques américaines faiblement capitalisées ont pratiqué des taux d'intérêt débiteurs sur les crédits à la consommation plus élevés que les banques mieux capitalisées lors du *credit crunch*⁸⁸ de 1990. De fait, lever du capital est coûteux dans la mesure où cela pèse sur le cours de l'action de la banque considérée⁸⁹.

Ces résultats sont confirmés par des travaux ultérieurs. Markovic (2006), qui propose un modèle d'équilibre général calibré sur des données du Royaume-Uni, montre que :

- L'influence du canal du capital bancaire sera d'autant plus forte que le capital est revenu à un niveau proche du minimum réglementaire : un resserrement de politique monétaire a des effets d'autant plus prononcés que la situation du secteur bancaire est dégradée car, dans cette situation, il est plus coûteux pour les banques de se recapitaliser. L'augmentation du coût du capital entraîne, à son tour, une hausse supplémentaire des taux débiteurs pratiqués par les banques ;

⁸⁴ Joe Peek est vice gouverneur et économiste dans le département recherche de la réserve fédérale de Boston. Ses recherches concernent la stabilité financière, la régulation macroprudentielle, les problèmes bancaires japonais, et la politique monétaire.

⁸⁵ Eric S. Rosengren (1957), est devenu le treizième gouverneur de la Réserve Fédérale de Boston, le 23 juillet 2007.

⁸⁶ Cara Lown est un économiste et chercheur à la Réserve Fédérale de New York.

⁸⁷ Peristiani Stavros est un assistant Vice Gouverneur à la Réserve Fédérale de New York dans la fonction d'intermédiation financière.

⁸⁸ Terminologie anglaise désignant un phénomène de rationnement du crédit, qui se produit lorsque les banques durcissent les conditions d'octroi du crédit pour faire face à une montée des risques de créances douteuses et que les marchés d'actions réclament parallèlement une prime de risque plus élevée. Le **credit crunch** peut intervenir lorsque se développe un sentiment de défiance vis-à-vis des emprunteurs en période de basse conjoncture et que les établissements de crédit craignent une insolvabilité de leurs débiteurs.

⁸⁹ DRUMETZ. F, PFISTER. C, « politique monétaire », De Boeck, 2011, p 108.

- l'influence de la politique monétaire est asymétrique : un assouplissement de politique monétaire, qui porterait le capital des banques au-delà du minimum réglementaire, n'aura pas des effets aussi marqués sur l'offre de crédit ou les taux débiteurs qu'un resserrement ;
- l'influence du canal du capital bancaire varie au cours du temps : elle sera plus forte en période de resserrement monétaire, quand la situation financière des banques, des entreprises et des ménages se détériore conjointement ou à la suite d'une modification réglementaire affectant le secteur bancaire.

2.3.1.3/ Le canal de prise de risque

La théorie du canal de prise de risque considère que la politique monétaire influencerait les incitations des banques à prendre des risques. Trop accommodante, elle conduirait à une perception anesthésiée ou à une tolérance accrue au risque, ce qui provoquerait en retour une crise et un choc d'offre négatif de crédit.

Par exemple, une diminution des taux d'intérêt accroît la valeur des actifs réels et financiers, donc des garanties, ce qui peut atténuer la perception du (ou la tolérance au) risque, d'autant que nombre de mesures du risque sont procycliques. Le coût des financements étant faible et la valeur des garanties élevées, les emprunteurs et les prêteurs augmentent de manière procyclique leur levier d'endettement, ce qui les rend vulnérables à un retournement du marché des actifs et tend à amplifier les fluctuations des cycles financiers. Gambacorta⁹⁰ (2009), qui analyse des données relatives à six cents banques européennes et américaines sur la période 2001-2008, trouve un lien entre la période prolongée de taux d'intérêt bas et augmentation de la prise de risque par les établissements.

2.3.2/ Facteurs affectant la demande de crédit : Le canal du bilan

L'innovation financière et le développement des marchés ont mis en cause la notion de substituabilité imparfaite entre crédits et titres, tant pour les banques que pour les agents non financiers. Le canal du bilan, une approche plus large, repose sur la substituabilité imparfaite entre moyens de financement externes et internes du fait de la différence de coût entre ces

⁹⁰ Leonardo Gambacorta a travaillé comme étant un analyste financier dans le département supervision dans la branche Milan de la Banque de l'Italie.

deux sources de financement, appelée « prime de financement externe ». Dans cette approche, qui s'intéresse à la demande de crédit, le rôle spécial des banques est estompé.

2.3.2.1/ Canal du bilan des entreprises

En présence de frictions financières, le coût du financement externe, qui incorpore les dépenses engendrées par l'évaluation des perspectives des entreprises et la sélection des projets à financer du fait des asymétries d'information entre l'entreprise et les investisseurs extérieurs (banques, actionnaires), est généralement plus élevé que le coût d'opportunité de l'utilisation de ressources propres.

Positive, la « prime de financement externe » varie en sens inverse de la situation financière de l'emprunteur, appréciée par ses cash flows présents et futurs ou par sa « richesse nette », laquelle peut servir de garantie à un emprunt : meilleure la situation financière, plus faible sera la prime. En conséquence, toute modification de la richesse nette ou des cash flows, induite directement ou indirectement par la politique monétaire via les canaux des taux d'intérêt et des prix d'actifs déjà décrits, se répercute sur la prime. Par exemple, une baisse des taux d'intérêt à court terme allège le coût du service de la dette de même échéance, provoquant un effet-revenu positif qui accroît les cash flows et, en conséquence, la richesse nette de l'entreprise.

En revanche, la prime varie dans le même sens que le choc qui l'affecte : par exemple, un choc monétaire restrictif, qui se traduit par un relèvement de taux directeur et, in fine, une dégradation de la situation financière de l'entreprise et de sa capacité d'emprunt, provoque une hausse endogène de sa « prime de financement externe » et un ralentissement procyclique de l'investissement, ce qui engendre des effets d'accélération et d'amplification des cycles économiques.

Ainsi, l'existence de cet « accélérateur financier » permettrait d'expliquer pourquoi des chocs ponctuels, monétaires ou non, peuvent néanmoins conduire à des fluctuations persistantes de l'économie, du fait de la relation inverse entre situation financière de l'emprunteur et prime de financement externe. Ainsi, un choc positif de productivité exerce des effets favorables sur la situation financière des entreprises, d'où une baisse de la « prime de financement externe », ce qui conduit les entreprises à continuer à investir aux périodes suivantes en dépit du fait que le choc de productivité initial s'est dissipé.

2.3.2.2/ Canal du bilan des ménages

L'existence d'un « accélérateur financier » n'est vraisemblablement pas limitée au secteur des entreprises, mais pourrait également affecter les comportements d'emprunt et de dépense des ménages détenteurs d'un capital immobilier. Par exemple, dans les pays, comme les Etats-Unis et le Royaume-Uni, où il est possible d'extraire de la liquidité du capital immobilier par un prêt hypothécaire, une hausse des prix de l'immobilier accroît la valeur des garanties dont disposent les propriétaires immobiliers, ce qui, à condition qu'ils ne soient pas initialement fortement endettés, devrait réduire leur « prime de financement externe » et le coût d'un nouvel emprunt.

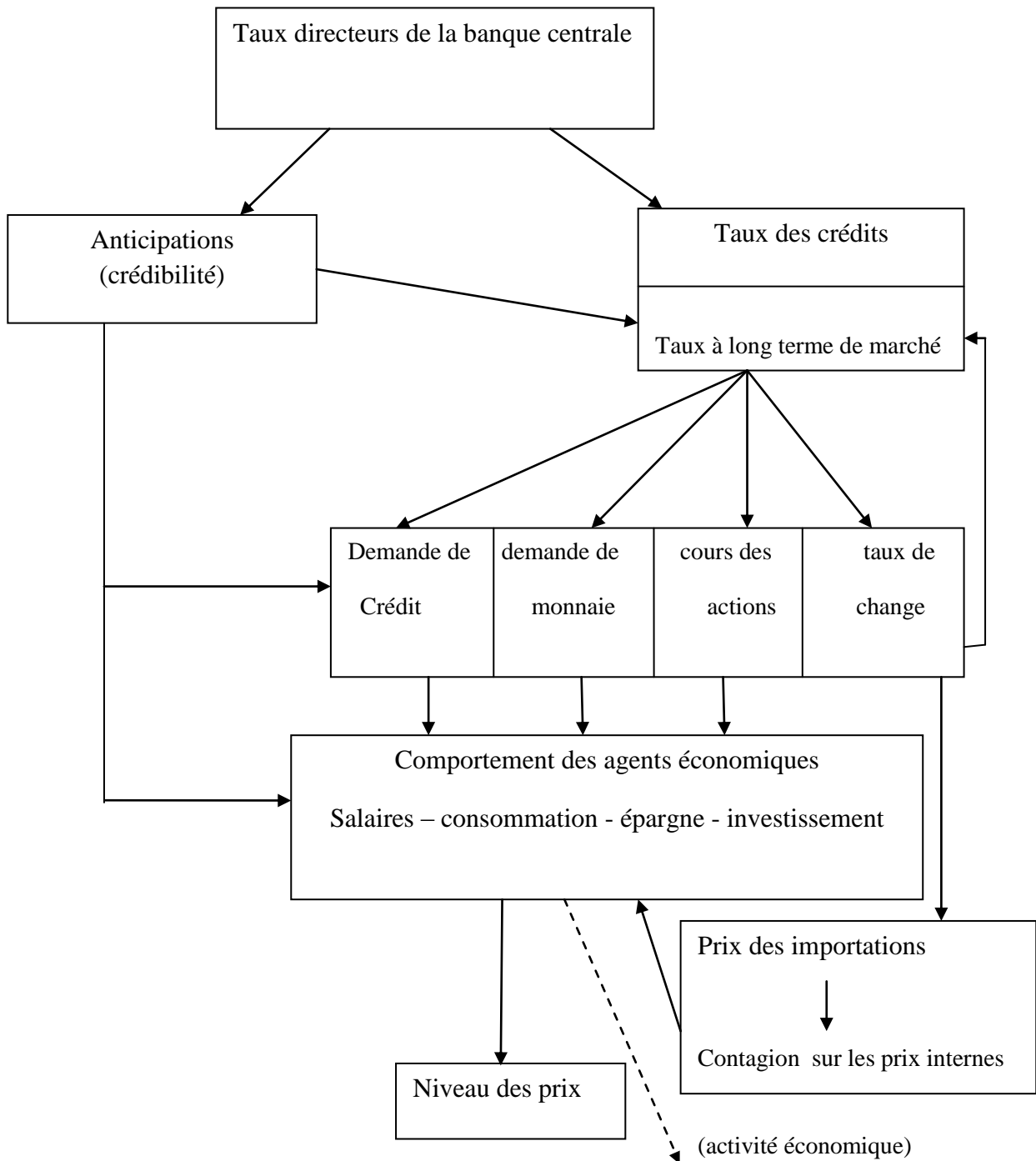
2.4/ Le canal des anticipations :

Les anticipations des agents influent sur leur comportement. Les banques centrales peuvent agir sur ces anticipations (un agent fait des anticipations lorsqu'il intègre le futur dans sa prise de décision) en envoyant des signaux aux agents. Par exemple, si une banque centrale annonce une baisse des taux de refinancement, celle-ci peut être interprétée comme une volonté de la banque centrale de soutenir l'activité économique. A l'inverse, si cette banque annonce une hausse de ces taux, les agents sont susceptibles d'anticiper que cette dernière agit de la sorte compte tenu de tensions inflationnistes.

Si on ne peut nier l'existence de ce canal, son importance est néanmoins liée à la crédibilité des annonces de la Banque centrale en matière de politique monétaire. Le canal des anticipations ne peut fonctionner correctement que si les annonces de la Banque centrale apparaissent claires et cohérentes compte tenu de ses objectifs. Cette crédibilité est donc importante dans la mesure où elle influe sur les anticipations des agents. Afin d'asseoir une telle crédibilité, la Banque centrale indépendante doit avoir des objectifs clairs, un accès à l'ensemble des informations nécessaires qu'elle transmet ensuite à l'ensemble des agents qui sont ainsi parfaitement informés.

Pour conclure, on peut dire que la Banque centrale met en œuvre différentes actions plus ou moins efficaces selon les économies afin d'atteindre l(es) objectif(s) final(s) et intermédiaire(s) qu'elle s'est fixée(s). En effet, ces actions influent sur les objectifs finals au travers de différents canaux appelés canaux de transmission de la politique monétaire. L'importance de ces canaux varie en fonction de la banque centrale en question, de sa crédibilité mais aussi des objectifs fixés et des caractéristiques de l'économie du pays.

Schéma 1 : Mécanismes de transmission de la politique monétaire⁹¹



⁹¹ Patat J-P, « monnaie, système financier et politique monétaire », economica, 2002, P 472.

Section 3 : Les instruments de la politique monétaire

Par définition, les instruments de la politique monétaire sont des outils directement manipulables par la banque centrale, on pourrait aussi les appeler « cibles opérationnelles », mais ce terme est moins usité. Un instrument est concrètement ce qui permet d'agir et cela concerne traditionnellement les interventions sur le marché monétaire ou le marché des changes. La banque centrale dispose de quelques instruments, qui ne sont pas utilisables les uns indépendamment des autres. Elle est un acteur clef sur le marché de l'argent au jour le jour et gère les instruments de la politique monétaire.

Pour mener à bien une politique monétaire, les autorités monétaires disposent de deux types d'actions : des actions directes sur le crédit (sélectivité et encadrement du crédit) et des actions indirectes sur la liquidité bancaire (par l'intermédiaire du coût et des modalités du refinancement des banques et par les réserves obligatoires).

3.1/ Les actions directes**3.1.1/ La politique d'action directe sur le crédit**

Parmi les trois sources de la création monétaire, seul le crédit bancaire peut faire l'objet d'un contrôle quantitatif. On peut difficilement imaginer une politique monétaire reposant sur la régulation du financement monétaire du Trésor ou sur le niveau des entrées nettes de devises, dont une large partie est associée à des opérations de commerce international. Dans la mesure où la contribution du crédit bancaire à la création monétaire est de l'ordre de 80%, le contrôle de l'activité d'octroi de prêts des banques est en théorie le moyen le plus direct et efficace pour contrôler le niveau de la masse monétaire.

Le contrôle direct sur le crédit s'opère au travers de deux instruments, l'encadrement et la sélectivité du crédit.

3.1.1.1/ L'encadrement du crédit

Lorsque l'inflation est forte et qu'il n'apparaît pas possible de porter les taux d'intérêt à un niveau réellement dissuasif, les autorités monétaires sont tentées de recourir à des méthodes plus contraignantes pour limiter les crédits bancaires, et par là, la croissance de la masse monétaire. C'est l'encadrement du crédit dont le principe est simple : l'accroissement de l'encours des crédits accordés par les banques est limité par la voie réglementaire. La Banque centrale fixe une norme de progression des crédits par rapport à l'année précédente.

Si la Banque centrale décide que les crédits accordés par une banque ne doivent pas croître de plus de 5% durant l'année en cours et si cette banque a accordé l'année précédente pour 1 000 de crédits, cette banque ne pourra accorder plus de 1 050 de crédits durant cette période (1 000. 5% + 1 000).

Afin que les banques respectent la norme que leur est imposée, les autorités monétaires peuvent prévoir des sanctions. Par exemple, elles peuvent astreindre les banques qui auraient dépassé leur quota de crédit à constituer des réserves obligatoires supplémentaires à un taux progressif fonction du montant du dépassement. Autrement dit, une banque qui dépasserait le montant maximum de crédits autorisés devrait se procurer de la monnaie centrale pour constituer des réserves obligatoires supplémentaires.

Toutefois, certaines procédures d'assouplissement pouvaient être prévues. Ainsi, une banque qui n'avait pas utilisé tout son quota de crédit durant une année pouvait le reporter sur l'année suivante. Par ailleurs, les banques pouvaient mettre en pension leurs excédents de crédit dans les banques n'ayant pas atteint leur quota. C'est ce qu'on appelait le marché du « désencadrement ». Enfin, certains crédits que les pouvoirs publics souhaitaient favoriser pouvaient ne pas être soumis à cet encadrement (exportations, logement social).

Cette méthode d'encadrement du crédit a été assez largement utilisée dans le monde tout au long des années 1970 et 1980. Même les pays réputés les plus libéraux, comme les Etats-Unis, y ont recourus.

La suppression de ce dispositif à partir du 1^{er} novembre 1984 s'inscrit dans le cadre général de la déréglementation⁹².

En dépit de ces aspects positifs, l'encadrement du crédit fait l'objet de nombreuses critiques⁹³ :

- Il pénalisait les banques les plus actives dans la collecte des ressources, le respect de normes communes de progression des encours de crédit figeant implicitement les parts de marché ;
- Il pénalisait spécifiquement les banques de petite taille, dont le développement était bloqué par le respect des normes de progression ;

⁹² BESSON Jean-Louis, « Monnaie et finance », Presses universitaires de Grenoble, 1993, P 92.

⁹³ MARTEAU Didier, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008, 125.

- Il empêchait, par le rationnement, une allocation optimale des ressources, en « évinçant » du marché du crédit des agents économiques dont les projets d'investissement étaient rentables.

En raison de tous ces inconvénients, l'encadrement du crédit n'est appliqué que de manière exceptionnelle et de plus en plus rarement à mesure que les marchés financiers se développent. On lui substitue parfois une politique de sélectivité du crédit qui permet de privilégier des secteurs d'activité auxquels on veut faire bénéficier des prêts à taux privilégiés.

Ainsi, le développement du marché financier au milieu des années 80 est une autre explication de l'abandon de l'encadrement du crédit. Les entreprises peuvent désormais couvrir leur besoin de financement sans recours au système bancaire, par émission de titres, les obligations étant un substitut quasi parfait au crédit bancaire. Le rationnement des banques n'empêche plus les entreprises de se financer, certes par épargne et non plus de manière monétaire, mais il devient désormais difficile d'asseoir une politique monétaire sur le contrôle d'un agrégat qui n'est plus qu'une mesure très partielle de l'activité de crédit.

3.1.1.2/ Politique sélectivité du crédit

- **La politique sélective passe souvent par des circuits spécialisés**

Les institutions financières accordent leurs crédits selon un double critère : la rentabilité de l'opération d'une part, le risque couru d'autre part. Elles sont donc naturellement amenées à prêter d'abord aux agents économiques les plus solvables et les plus sûrs. Effectués sur ces bases, les choix des banques peuvent ne pas coïncider avec les priorités des autorités publiques.

Celles-ci ont donc cherché soit à modifier le comportement spontané des institutions financières existantes, soit à créer d'autres institutions supposées prêter plus volontiers aux catégories d'emprunteurs jugées dignes d'intérêt. C'est la politique sélective du crédit.

L'Etat, que se soit directement ou par l'intermédiaire de la banque centrale, a de très nombreux moyens pour intervenir dans le processus de distribution du crédit.

- L'utilisation des bonifications d'intérêt

Une bonification est la prise en charge d'une fraction du coût d'un crédit. Ses formes sont multiples :

- Elle peut être directe, c'est-à-dire se traduire par une dépense pour le budget de l'Etat. Elle peut être indirecte, c'est-à-dire se traduire par une moindre recette pour le budget de l'Etat.
- Elle peut garantir un taux. Elle couvre alors la totalité de la différence entre le coût éventuellement variable de la ressource et le coût du prêt. Elle peut être forfaitaire.

- L'utilisation de la réglementation

L'idée générale est d'atténuer les rigueurs d'une réglementation pour certains types de crédit, voire les exonérer totalement de celle-ci.

- L'utilisation de réseaux spécialisés

La création d'un réseau de distribution spécialisé vient naturellement à l'esprit lorsque se crée une procédure de crédit bonifié :

- Soit parce qu'il s'agit de répondre aux besoins d'agents économiques mal servis par le système bancaire existant. Il est alors nécessaire de mettre en place une structure spécialisée ;
- Soit parce qu'il apparaît commode d'affecter des ressources particulières à des crédits. Les réseaux collecteurs de ces ressources ont alors une vocation particulière à assurer la distribution des prêts correspondants ;
- Soit enfin parce que les pouvoirs publics souhaitent contrôler étroitement la distribution des prêts.

- **Les inconvénients de la politique sélective du crédit**

Une telle politique trouve assez rapidement ses limites en raison de sa viscosité. Les avantages consentis ont tendances à se pérenniser.

- **Les avantages acquis tendent à se perpétuer**

Le poids et l'influence des bénéficiaires des prêts comme des réseaux qui les distribuent sont suffisamment puissants pour freiner l'action des pouvoirs publics lorsque ceux-ci se hasardent à modifier leur échelle des priorités.

- **Elle entraîne des gaspillages économiques**

Sur le plan financier, la politique sélective du crédit favorise un recours excessif au crédit de ceux qui en bénéficient et facilite la hausse des prix. Dans le domaine du logement, elle a facilité la hausse du prix des terrains et des constructions en alimentant la demande.

- **Elle gêne la régulation monétaire globale**

Une politique sélective du crédit n'est pas, en théorie, incompatible avec la politique monétaire globale. En effet, dans son principe, elle ne vise qu'à moduler les effets de cette politique selon les agents économiques. En pratique, il n'en est pas toujours ainsi.

Plus qu'à ces inconvénients cités, les pouvoirs publics ont été sensibles à l'accroissement de la charge budgétaire des différents dispositifs de sélectivité du crédit à un moment où ils avaient à réduire les déficits. Ils ont donc régulièrement cherché, à partir de 1984, à réduire la part des crédits bonifiés dans l'économie.

3.1.1.3/ Les limites des actions directes sur le crédit

Quatre types de critiques peuvent être distingués :

- L'encadrement du crédit entraverait la baisse des taux d'intérêt débiteurs. En effet, puisque toutes les banques se voient appliquées des plafonds de crédit, ce système freine le développement des banques les plus dynamiques et nuit donc à leur concurrence. Les banques ne sont pas incitées à renforcer leurs parts de marché en baissant leurs taux d'intérêt, puisque si elles le font, elles risquent de dépasser les plafonds et d'être pénalisées. Toutefois, il convient de souligner que l'on peut faire

cette critique que si les banques ont effectivement un comportement concurrentiel en matière de taux ;

- Comme les banques sont limitées dans leurs crédits, elles ont tendance à privilégier leurs meilleurs clients, à savoir les grandes entreprises et cela au détriment des P.M.E. qui n'ont pourtant pas, le plus souvent, d'autres sources de financement ;
- Ce système ne porte que sur une des sources de la création monétaire (les crédits) mais il est sans effet sur les autres sources ;
- Ce système n'est efficace que dans une économie financée par crédit. Mais si les agents non financiers peuvent se procurer les ressources qui leur font défaut sur les marchés de capitaux et non plus par crédit, il devient inefficace. Son efficacité dépend donc de la nature du système financier, économie d'endettement ou économie de marchés de capitaux. Dans une économie de marché, c'est la finance directe qui est prépondérante. Les agents se procurent des ressources en émettant des titres sur les marchés des capitaux. « Le fonctionnement d'une économie d'endettement est au contraire dominé par la finance indirecte. Une telle économie est fondée sur une structure d'endettement à deux niveaux, à savoir, des entreprises auprès des banques, et des banques auprès de la Banque centrale »⁹⁴.

3.1.2/ Le contrôle des changes

Le contrôle des changes consiste en « une réglementation des transactions sur le marché des changes dans le but est de maîtriser les flux de capitaux entre la monnaie domestique et les devises et de stabiliser les parités de conversion »⁹⁵.

Dès lors que le marché des changes ne s'équilibre pas spontanément ou par le seul biais des interventions de la banque centrale, la tentation vient assez vite aux pouvoirs publics de contrôler les opérations de change elles-mêmes.

⁹⁴ BRANA Sophie, CAZALS Michel, « La monnaie », Dunod, 2006, 2^e édition, 84.

⁹⁵ Les documents de travail du Sénat, série : études économiques, « La politique monétaire, objectifs, méthodes et nouveaux problèmes », N° EC-04, Novembre 2009, p 21.

L'instauration du contrôle des changes a pour but de lutter contre des entrées ou, surtout, des sorties importantes de devises. Elle consiste en une mesure réglementaire qui régit la position de change des banques nationales vis-à-vis de l'étranger : en régulant les relations entre résidents et non-résidents, la banque centrale cherche à rester maîtresse des mouvements de capitaux. Les décisions coercitives mises en œuvre réduisent la liberté des agents économiques, à partir de diverses modalités : détention limitée de devises pour les résidents, fixation de délais maxima pour transformer les devises en monnaie nationale, interdiction de prêts en monnaie nationale à des non-résidents ou d'endettement en devises pour les résidents, investissements à l'étranger soumis à autorisation, etc. Efficace à la seule condition que les sanctions sévères frappent les contrevenants, le contrôle des changes constitue une politique lourde à appliquer et à vérifier. En outre, il est impossible à mettre en œuvre dès que le commerce international se développe, que les frontières s'ouvrent et que le système des changes flottants se généralise. Il n'existe donc plus que dans un petit nombre de pays adeptes du protectionnisme ou lorsque la situation des changes est particulièrement dégradée.

Au total, les trois politiques qui s'efforcent de réguler directement la demande de monnaie, l'encadrement des crédits, la sélectivité des crédits et le contrôle des changes, ne sont quasiment plus appliquées dans un monde d'internationalisation des marchés et de libéralisation des échanges financiers qui empêche l'utilisation de mesures réglementaires, surtout dans un seul pays, et à un moment où la coordination des politiques monétaires des différents pays devient un impératif.

De ce fait, les banques centrales cherchent aujourd'hui à peser de manière indirecte sur la demande de monnaie par l'intermédiaire d'instruments qui frappent les établissements de crédit, les offreurs de monnaie.

3.2/ Les actions indirectes : les actions sur la liquidité bancaire

La libéralisation des marchés financiers et leur rôle désormais majeur dans le financement de l'économie ont abouti à privilégier les instruments incitatifs d'intervention sur les marchés aux instruments de contrôle normatifs de la création monétaire.

Plutôt qu'une maîtrise normée du crédit, les banques centrales utilisent désormais des instruments qui agissent sur la liquidité des banques, c'est-à-dire sur la somme de leurs avoirs en monnaie banque centrale, pour parvenir in fine à piloter l'évolution des taux d'intérêt et la création monétaire. Il s'agit donc d'un contrôle indirect.

Si la banque centrale estime que la croissance de la masse monétaire est excessive, elle réduit la liquidité bancaire en augmentant les besoins en monnaie banque centrale ou en les renchérissant, notamment en asséchant le marché interbancaire et/ou en augmentant le coût du refinancement⁹⁶.

Réciproquement, si la banque centrale estime que la création monétaire est insuffisante, elle augmente la liquidité bancaire en diminuant les besoins en monnaie banque centrale ou en les rendant meilleur marché, notamment en apportant des liquidités sur le marché interbancaire et/ou en diminuant le coût du refinancement.

Dans les deux cas, la banque centrale agit sur les volumes et/ou sur les prix.

3.2.1/ Le réescompte

Le réescompte « consiste pour une banque centrale à refinancer les créances que les banques détiennent sur leur clientèle à un taux fixe (connu d'avance), ceci dans un rapport bilatéral et sur demande des banques. La banque centrale annonce le taux de réescompte et les banques s'adressent ensuite individuellement à la banque centrale pour obtenir de la monnaie centrale à ce taux»⁹⁷.

D'une manière plus simple, le réescompte « c'est une opération par laquelle le banquier escompteur renouvelle son opération d'escompte, à son profit, auprès de la Banque Centrale »⁹⁸.

Ainsi, le réescompte est une procédure qui doit permettre à la Banque centrale de contrôler la quantité de monnaie en circulation en jouant sur le différentiel entre taux de crédit et taux de réescompte. Si la banque centrale veut restreindre le montant des crédits accordés, elle peut décider d'augmenter le taux de réescompte. Dans ce cas elle renchérit le coût de la monnaie centrale, ce qui doit inciter les banques à relever les taux d'intérêt débiteurs. En effet, les banques vont déterminer ces taux à partir du taux de réescompte, de la durée du crédit, de ses spécificités, de la nature de l'emprunteur, de frais divers et d'une marge bénéficiaire considérée comme satisfaisante. Sauf à réduire les marges des banques, une

⁹⁶ Le refinancement peut être défini comme l'acte par lequel une banque centrale assure le financement (avec intérêt) d'une opération en seconde position, après qu'une première institution financière a préalablement accordé un crédit ou acheté un titre.

⁹⁷ DELAPLACE M, « monnaie et financement de l'économie », Dunod, 2005, p 131.

⁹⁸ AMMOUR Benhalimma, cours de magister.

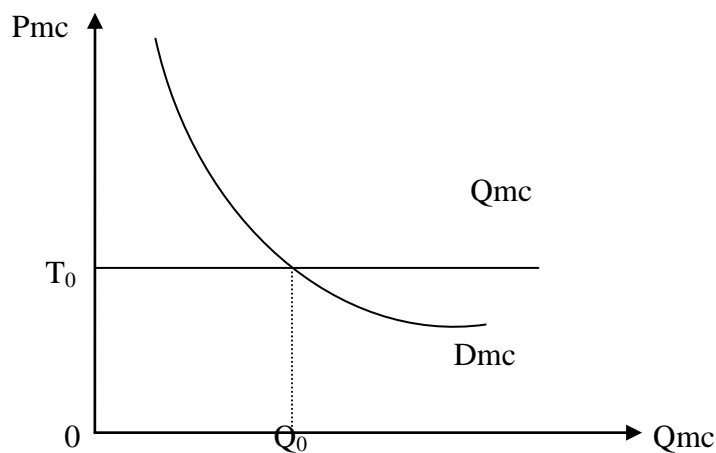
élévation du taux de réescompte se traduit par un relèvement des taux d'intérêt débiteurs. Ce relèvement peut alors conduire à une diminution des demandes de crédit.

3.2.1.1/ La formation du taux de réescompte

Le taux de réescompte est le prix, exprimé en pourcentage, de l'obtention de monnaie centrale. A ce taux (t_0), les autorités monétaires fournissent toute la monnaie centrale (Q_0) qui leur est réclamée : l'offre de monnaie centrale (O_{mc}) est infiniment élastique.

Quant à la demande de monnaie centrale (D_{mc}), elle est inversement proportionnelle au taux de réescompte puisque ce dernier constitue un coût pour les établissements bancaires.

L'élasticité de la demande de monnaie centrale par rapport au taux de réescompte dépend à la fois du volume de titres détenus, de l'endettement et de la politique de chaque banque. Plus le recours à la banque centrale est exceptionnel et plus le besoin de monnaie centrale est impératif, plus la demande de monnaie centrale est rigide.



Graphique 14 : La formation du taux de réescompte⁹⁹

⁹⁹ Lehmann P.J, « La politique monétaire, institutions, instruments et mécanismes », Lavoisier, 2011, p247.

3.2.1.2/ Les limites du réescompte

Le réescompte présentait les limites suivantes :

- La banque centrale est passive face à la quantité globale de monnaie centrale demandée par l'ensemble des banques. Une fois qu'elle a annoncé le taux auquel elle refinance les banques, chaque banque est pratiquement sûre de pouvoir se refinancer à ce taux. Une fois le taux de réescompte annoncé, l'offre effective de monnaie centrale dépendra uniquement de la demande de monnaie centrale de la part des banques, qui elle, décroît avec le taux de réescompte ;
- La hausse du taux de réescompte renchérit les taux d'intérêt débiteurs. Or si les entreprises n'ont pas d'autres sources de financement, la demande de crédit ne baissera pas. Dans ces conditions, le réescompte se traduit uniquement par une élévation des taux d'intérêt débiteurs ce qui pénalise l'activité économique ;
- La banque centrale ne peut, par l'intermédiaire du réescompte, retirer de la monnaie centrale sur le marché.
- La politique du taux de l'escompte n'est efficace que si les banques vont à la Banque Centrale. En effet, les banques peuvent ne pas aller à la Banque Centrale si elles détiennent des réserves suffisantes en liquidité et donc la manipulation du taux de réescompte par la Banque Centrale n'aura aucun effet sur l'activité des banques¹⁰⁰.

Finalement, le réescompte ne permet pas aux autorités monétaires de contrôler la quantité de monnaie en circulation ; elles sont trop passives et ne peuvent refuser de réescompter des créances.

En France, la condamnation de la dimension inflationniste de la politique de réescompte a atteint son point culminant en juin 1971, lors de la publication du rapport Sadrin-Marjolin-Wormser, établi à la demande du ministère de l'Economie, dans lequel les trois haut-fonctionnaires dénoncent l'automaticité du réescompte et prônent son remplacement par une politique d'intervention discrétionnaire de la banque centrale sur le marché monétaire, dite politique d'open-market. La différence fondamentale entre le réescompte et l'open-market est la responsabilité de l'initiative et des modalités du refinancement, dans le premier cas

¹⁰⁰ AMMOUR Banhalima, cours de magister.

appartenant au système bancaire, dans le second à la banque centrale, qui décide de la date d'intervention, du taux de refinancement et de la quantité allouée. Le réescompte avait été mis en place à la fin de la Seconde Guerre mondiale, pour faciliter le financement du développement économique, en garantissant aux entreprises et banques des conditions de financement et de refinancement claires et stables dans le temps. Le réescompte a joué, dans ce contexte, un rôle très positif. Un plafond de refinancement était associé au taux de réescompte, tout dépassement se faisant à des conditions de taux d'intérêt dégradées, d'abord au taux de « l'enfer », taux plus élevé que le taux de réescompte de référence, et de nouveau appliqué à un plafond, puis au taux du « super-enfer », encore plus élevé que le taux précédent. Ces taux avaient un effet dissuasif sur la demande de refinancement, étant répercutés dans les taux de crédit et diminuant en conséquence la demande de crédit, donc la masse monétaire.

En raison de toutes ces limites, la pratique du réescompte est souvent remplacée, sauf pour des opérations ponctuelles, par la technique de l'open-market.

3.2.2/ L'open-market

La banque centrale peut refinancer les banques sur le marché de la monnaie centrale, appelé « marché interbancaire », à l'aide de différents types d'interventions.

Pour obtenir de la monnaie centrale, donc pour se refinancer, les agents financiers doivent disposer, en contrepartie de titres.

- Les titres échangés sont principalement ceux qui sont acceptés par la Banque centrale. Cette dernière n'accepte pas n'importe quel titre. Les titres demandés ou offerts par la Banque centrale sont qualifiés d'éligibles aux opérations de la Banque centrale. L'ensemble des titres acceptés sur le marché interbancaire constitue ce que l'on peut appeler la liquidité potentielle des banques, dans la mesure où il permet aux banques d'obtenir rapidement de la monnaie centrale. C'est sur la base de ces titres que vont se nouer les opérations.
- Les différents types d'opérations : il existe deux types d'opérations, des pensions ou des achats et ventes fermes de titres.

L'ensemble des interventions de la Banque centrale sur le marché de la monnaie centrale est appelé « open-market ».

L'open-market désigne « l'ensemble des opérations de refinancement conduites de manière discrétionnaire par la Banque centrale sur le marché monétaire, et dont l'objet est de couvrir le besoin structurel de base monétaire des banques. Le marché monétaire est dit « ouvert » à la banque centrale, d'où l'expression « open-market » ». ¹⁰¹

En pratique, « l'open-market » se présente sous deux modalités :

- Afin d'influencer le moins possible le cours des actifs éligibles, les opérations d'open-market prennent la forme de pensions : Ventes de titres avec promesse de revente lorsqu'il s'agit de mises en pension destinées à ponctionner de la liquidité et achat avec promesse de rachat pour les prises en pension qui servent à fournir de la liquidité, les différences de prix correspondent au paiement des intérêts et la banque centrale se protège contre le risque de fluctuation de cours des actifs qu'elle prend en pension en leur appliquant des décotes ¹⁰² et contre le risque de crédit en exigeant le remplacement des garanties en cas de défaillance de l'émetteur.
- D'autres opérations d'open-market sont réalisées ferme. Les titres sont vendus de manière définitive. La créance est donc financée jusqu'à son échéance finale. C'est l'open-market proprement dit.

Des motivations de traitement égal des établissements conduisent les banques centrales à réaliser leurs opérations d'open-market le plus souvent possible par voie d'appels d'offres plutôt que de manière bilatérale par contrat direct avec une contrepartie.

Ces opérations peuvent être menées dans les deux sens, mais les banques centrales préfèrent en général intervenir comme fournisseur de liquidité. Les raisons de préférence peuvent s'expliquer par une répugnance des banques centrales à détenir des actifs peu négociables ou de faible rendement ou encore risqués (devises) et un souci de concentrer leur action sur leur mission principale de politique monétaire. Elles peuvent aussi refléter la crainte d'une faible participation des contreparties aux opérations de mises en pension, particulièrement lorsque les taux d'intérêt sont bas.

¹⁰¹ MARTEAU D, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008, p 126.

¹⁰² La décote peut qualifier le cours d'une action dont la valeur réelle est inférieure à son cours de bourse. Cette décote est d'ailleurs fréquemment constatée sur les holdings dont les actions sont cotées.

L'échéance des opérations varie avec leur fréquence et leur finalité : d'un jour pour les banques centrales qui sont présentes quotidiennement sur le marché des réserves, comme la Fed qui intervient aussi à des échéances plus longues, à une semaine pour les opérations de l'Eurosystème et de la banque d'Angleterre destinées à signaler l'orientation de la politique monétaire (dites opérations principales de refinancement, OPR, par l'Eurosystème). L'Eurosystème et la Banque d'Angleterre conduisent également des opérations d'open market (dites opérations de refinancement à plus long terme, ORPLT, par l'Eurosystème) d'une durée d'un à plusieurs mois.

Outre l'échéance des opérations, leur fréquence est liée au volume des réserves obligatoires ou contractuelles, des réserves suffisamment importantes permettant de stabiliser les taux d'intérêt sans que la banque centrale ait le besoin d'intervenir fréquemment à l'open-market, ainsi qu'à l'horizon auquel une prévision correcte des facteurs autonomes peut être effectuée. Ainsi l'Eurosystème procède chaque semaine à une opération principale de refinancement, de même que la banque d'Angleterre. Dans les deux cas, la possibilité est néanmoins prévue d'effectuer aussi des opérations dites de « réglage fin » dont la fréquence et la durée ne sont pas normalisées, notamment pour atténuer l'incidence de fluctuations imprévues des facteurs autonomes. Ces opérations, mises en œuvre rapidement en recourant à un cercle limité de contreparties, sont en particulier menées le dernier jour de la période de constitution des réserves, de manière systématique par la Banque d'Angleterre et quasi systématique par l'Eurosystème.

Une procédure particulièrement importante se rapporte à l'adjudication qui peut s'effectuer par appels d'offres à taux fixes ou à taux variables. Lors d'appels d'offres à taux fixe, les offres reçues des contreparties sont additionnées et, si l'offre globale dépasse le montant de liquidité que la banque centrale souhaite allouer, les soumissions sont satisfaites au prorata des offres. Lors d'appels d'offres à taux variable destinés à un apport (retrait) de liquidité, les soumissions sont habituellement servies dans l'ordre décroissant (croissant) des taux d'intérêt offerts dans la limite soit du montant à allouer, soit dans le cas d'offres insuffisantes du montant total des soumissions ; si au taux d'intérêt marginal, c'est-à-dire le plus bas (élevé) accepté, le montant des soumissions excède celui restant à allouer, ce dernier est adjugé au prorata de ces offres. (La procédure d'appel d'offres à taux variable décrite, qui est la plus employée, est dite « à l'américaine » ; une autre procédure, dite « à la hollandaise », consiste à allouer toute la liquidité au taux marginal. La procédure « à l'américaine » est considérée comme plus compétitive mais celle « à la hollandaise » est

parfois retenue au motif qu'elle protège mieux les petits établissements, réputés moins experts dans leur comportement d'enchères). Le montant total est presque toujours discrétionnaire, dès lors que le montant de l'offre globale est supérieur au montant souhaité de l'allocation. Néanmoins, certaines banques centrales, comme la BCE ou la Banque d'Angleterre, publient, lors de leurs opérations principales de refinancement, un montant dit « allocation de référence » ou « allocation théorique neutre » défini comme « le montant permettant aux contreparties de remplir sans difficultés leurs obligations en matière de réserves obligatoires jusqu'au jour précédant le règlement de l'opération principale de refinancement suivante », ce qui peut être considéré comme une forme d'engagement de leur part. L'engagement est toutefois conditionnel puisque la BCE a indiqué qu'elle pouvait être amenée à s'écarter du montant de référence. La BCE et la Banque d'Angleterre, conduisant habituellement leurs opérations de refinancement à plus long terme à taux variable sans taux de soumission minimum et en publiant d'avance le volume de refinancement mis en enchères.

Pour mener une politique d'open-market efficace, il est nécessaire qu'existe un très large marché de titres à taux fixes, fongibles et à toutes échéances. Les bons du Trésor constituent, en pratique, le support idéal d'une politique d'open-market. Ainsi, ce type d'intervention s'est surtout développé dans les pays anglo-saxons où l'ampleur des déficits budgétaires accumulés depuis plusieurs dizaines d'années avait contribué à créer un très vaste marché de titres publics.

3.2.2.1/ Les impacts des interventions de la banque centrale sur le marché interbancaire

Les interventions de la banque centrale sur le marché de la monnaie centrale (l'open-market) se différencient du réescompte sur quatre points :

- Le refinancement qui était à taux fixe dans le cadre du réescompte peut être à taux variable : la banque centrale a la possibilité de faire varier les taux auxquels elle finance les banques ;
- la relation bilatérale entre la banque centrale et une banque commerciale est remplacée par des relations multilatérales entre la banque centrale et l'ensemble des banques ;
- la banque centrale reste maîtresse de la quantité de monnaie centrale offerte, puisque c'est elle qui décide ou non de se porter acquéreur des titres sur le marché et du taux auquel elle interviendra ;

- Elle peut fournir mais aussi retirer de la monnaie centrale en offrant des titres.

La banque centrale intervient sur ce marché de différentes façons. Elle peut offrir ou demander de la monnaie centrale dans le cadre de ses procédures normales de refinancement. Elle peut offrir ou demander de la monnaie centrale quand elle le désire dans le cadre de sa politique de réglage fin. L'ensemble des interventions de la banque centrale sur le marché de la monnaie centrale, qui appelé politique d'open-market, se traduira par une variation des taux sur le marché.

Quand la banque centrale annonce qu'elle entend retirer de la monnaie centrale, on assiste à une augmentation de la demande de monnaie centrale, qui va excéder l'offre. Le taux de refinancement monte de façon à égaliser offre et demande de monnaie centrale. On a ainsi la séquence suivante :

Demande de monnaie centrale par la banque centrale → retraits de monnaie centrale → hausse du prix de la monnaie centrale → accroissement du coût du crédit → baisse des crédits → ralentissement de la croissance de la quantité de monnaie en circulation.

Inversement, si la banque centrale juge que les taux sont trop élevés, elle va décider de fournir de la monnaie centrale. On obtient la séquence suivante :

Offre de monnaie centrale → augmentation de la liquidité des banques → baisse du prix de la monnaie centrale → baisse du coût du crédit → augmentation du volume des crédits → accélération de la croissance de la quantité de monnaie en circulation.

Ainsi, la banque centrale par ses interventions sur le marché de la monnaie centrale peut influencer les taux de refinancement pratiqués sur ce marché. Or, ces taux influencent de plus en plus les autres taux. C'est le cas notamment :

- Des taux du marché monétaire ;
- Des taux d'intérêt débiteurs ;
- Des taux d'intérêt créditeurs ;

- Des taux d'intérêt du marché obligataire. Ceux-ci sont en effet influencés par ceux du marché monétaire : si les taux du marché monétaire augmentent, les agents vont préférer réaliser des placements sur ce marché. Ils vont par conséquent céder leurs obligations sur le marché boursier afin d'obtenir des liquidités pour les utiliser sur le marché monétaire. Par conséquent, le cours des obligations en bourse va baisser, et le taux d'intérêt sur le marché primaire (marché d'émission) des obligations va s'élever puisque le cours des obligations varie de façon inverse des taux d'intérêt. Ainsi, par l'intermédiaire d'arbitrages de portefeuille, on peut assister à une élévation généralisée des taux y compris sur le marché financier.

Toutefois, les interventions de la banque centrale sur le marché de la monnaie centrale présentent certaines limites.

3.2.2.2/ Les limites de l'open-market

L'open-market présente trois limites majeures.

Premièrement, les agents qui ont besoin d'emprunter peuvent être peu sensibles aux variations des taux d'intérêt débiteurs. Par conséquent, la variation du coût du refinancement n'a pas nécessairement d'impact sur la demande de crédit et par conséquent, sur la croissance de la quantité de monnaie en circulation. L'efficacité des interventions en matière de taux de refinancement, dépend de l'élasticité de la demande de crédit par rapport au prix du crédit¹⁰³. Si cette élasticité est forte, une petite augmentation des taux se traduit par une diminution forte de la demande de crédit et donc une réduction de la croissance de la quantité de monnaie. Si cette élasticité est faible, les interventions de la banque centrale ont uniquement pour effet de renchérir le coût de crédit et par conséquent de peser sur l'activité économique des agents.

Deuxièmement, les variations des taux d'intérêt ont un effet sur les autres variables économiques. Prenons un exemple : imaginons que compte tenu de ses objectifs de politique monétaire, la banque centrale décide d'intervenir sur le marché de la monnaie centrale de telle sorte que les taux s'élèvent. Cette élévation se traduira par une élévation généralisée des taux d'intérêt et renchérira le coût des investissements financés de façon externe que ce soit auprès des banques ou sur les marchés. Ce renchérissement alourdira les charges des entreprises.

¹⁰³ Mesurée par la variation relative de la demande de crédits par rapport à la variation relative du taux d'intérêt.

Toutes choses égales par ailleurs, une élévation des taux d'intérêt favorise donc l'épargne au détriment de la consommation, les placements financiers au détriment de l'investissement productif. Ainsi, les deux moteurs internes de la croissance que sont l'investissement et la consommation sont bridés, ce qui pèse inévitablement sur la croissance et l'emploi. Peuvent alors apparaître des problèmes d'incompatibilité entre la politique monétaire et d'autres objectifs éventuels de la politique économique.

Troisièmement, dans un pays ou dans une zone donné (e), la banque centrale ne peut faire varier les taux sur le marché de la monnaie centrale indépendamment du contexte international sauf à accepter une variation du taux de change de la monnaie de ce pays. En effet, une baisse des taux sur le marché de la monnaie centrale, dans la mesure où elle se traduit par une baisse des taux sur les autres marchés, pourrait entraîner une variation du taux de change dès lors que les capitaux étrangers désertent le pays et se placent là où les taux sont plus importants. Dans un tel cas, sur le marché des changes, l'offre de monnaie nationale contre devises excède la demande de monnaie nationale contre devises, d'où une dépréciation de la valeur de la monnaie nationale. La banque centrale est donc contrainte, lors de ses interventions sur le marché de la monnaie centrale, de faire en sorte que les taux d'intérêt dans le pays soient à un niveau relativement proche de celui de ses principaux partenaires. Cela est d'autant plus vrai que l'économie du pays est petite et ouverte sur l'extérieur.

3.2.3/ Les facilités permanentes

Accessibles aux banques à tout moment au cours de la journée de travail, en particulier en fin de journée, les facilités permanentes sont de deux sortes : facilité de prêt et facilité de dépôt. Leur échéance est de nos jours standardisée à un jour.

3.2.3.1/ Facilité de prêt

Les facilités de prêt sont historiquement les premiers instruments de politique monétaire, sous le nom de facilités d'escompte. Elles ont un rôle double : en tant qu'instrument de politique monétaire, elles permettent de contrôler les taux d'intérêt à très court terme en leur imposant un plafond, les établissements pouvant se tourner vers la banque centrale pour emprunter dès que les taux du marché interbancaire deviennent égaux à ceux de la facilité de dépôt ; en tant qu'instrument de stabilité financière, elles permettent aux banques de faire face à un problème transitoire de trésorerie pourvu qu'elles disposent de garanties – dites actifs éligibles- acceptées par la banque centrale. Aujourd'hui, les facilités d'escompte

ont disparu dans les pays développés sous leur forme originale. Cependant, en raison de la confusion entre les rôles de politique monétaire et de stabilité financière de la facilité de prêt, l'accès d'un établissement à la fenêtre d'escompte continue d'être perçu comme un signe de fragilité dans certains pays. Ce phénomène persiste ainsi aux États-Unis malgré la création par la Fed, en janvier 2003, d'une facilité primaire de crédit réservée aux établissements en bonne santé financière au sein de sa facilité d'escompte. Dans l'Eurosysteme, l'accès à la facilité de prêt dit « marginal » est totalement banalisé, au point que les actifs éligibles sont les mêmes que ceux permettant l'accès à la liquidité intrajournalière, permettant la transformation automatique d'un prêt intrajournalier non remboursé en fin de journée en accès à la facilité de prêt.

3.2.3.2/ Facilité de dépôt

Les facilités de dépôt ont a priori un seul rôle de politique monétaire. Néanmoins, elles peuvent aussi jouer un rôle en matière de stabilité financière en période de crise, lorsque les établissements préfèrent détenir des avoirs à la banque centrale plutôt que se porter sur le marché interbancaire en cas de choc de liquidité. En outre, leur rôle de politique monétaire, consistant à fournir un plancher aux taux du marché interbancaire, peut être considéré comme moins important que celui d'une facilité de prêt : en leur absence, les taux d'intérêt à très court terme ne pourraient baisser que jusqu'à zéro, tandis qu'en l'absence de facilité de prêt ils pourraient monter à des niveaux très élevés sans justification de politique monétaire, par exemple sous l'effet d'une évolution non prévue, dans un sens restrictif, des facteurs autonomes. Afin de parer cette éventualité et de supprimer une source d'incertitude sur le marché monétaire, les banques centrales seraient alors en position d'avoir à s'engager ex ante sur les conditions de fourniture de liquidité d'urgence au marché par des opérations d'open-market, ce qui reviendrait à mettre en place une facilité de prêt. Cela explique que les banques centrales aient pu, pendant très longtemps, mettre en œuvre leur politique monétaire sans disposer de facilité de dépôt et que, de nos jours encore, cet instrument ne soit pas disponible partout. L'offre d'une facilité de dépôt présente aussi l'inconvénient de décourager les établissements de contracter sur le marché interbancaire, d'autant plus que l'écart entre le taux de la facilité de dépôt et le taux de marché au jour le jour est plus faible.

Deux avantages permettent toutefois de comprendre pourquoi l'instrument a tendance à se généraliser : une facilité de dépôt contribue à abaisser le coût de la détention de réserves ; surtout, offrir une facilité de dépôt permet à la banque centrale de disposer d'un corridor

symétrique autour du taux auquel elle effectue ses opérations d'open-market, ce qui en facilite grandement la conduite.

3.2.4/ Les réserves obligatoires

En matière monétaire, les réserves sont le stock de « monnaie banque centrale » dont dispose une banque déterminée. Elles sont donc constituées par les billets de banque qu'elle a dans ses caisses et, surtout, par ses dépôts à la banque centrale.

Les réserves obligatoires sont « le solde créditeur minimum de leur compte-courant ouvert auprès de la banque centrale que les banques sont tenues d'entretenir. Les réserves libres sont les dépôts auprès de la banque centrale qui vont au-delà de cette obligation »¹⁰⁴.

L'action sur les réserves obligatoires vient compléter les actions sur le marché de la monnaie centrale ou les actions directes sur le crédit.

A sa création, le système des réserves obligatoires n'était investi que d'une seule fonction : assurer la sécurité des déposants en contraignant les banques à détenir un volume minimum d'encaisse leur permettant de répondre, à tout moment, aux demandes de conversion de monnaie scripturale en billets. Progressivement, les autorités monétaires attribuèrent à cette immobilisation oisive de monnaie centrale un autre objectif : limiter l'offre de monnaie du système bancaire en agissant sur le besoin structurel de liquidité du système bancaire et sur son coût d'obtention.

3.2.4.1/ L'apparition des réserves obligatoires

Longtemps, les Etats-Unis ont été le seul pays à utiliser la politique des réserves obligatoires. Aujourd'hui, toutes les banques centrales des nations à structure bancaire évoluée ont la possibilité légale d'appliquer cet instrument.

Ce système a vu le jour aux Etats-Unis, dans l'Etat de New York en 1838, avant d'être appliqué dans l'Etat de Louisiane en 1842. En effet, les financiers et les gouvernants du XIX^e siècle se rendirent rapidement compte qu'un système bancaire ne pouvait se développer sainement que si les déposants étaient protégés contre la tentation des établissements bancaires d'utiliser de manière trop risquée leurs fonds. Or, la couverture intégrale des dépôts à vue qui existait lors de la création des banques a été peu à peu, dès le milieu du XVII^e siècle,

¹⁰⁴ JAFFRE Philippe, « monnaie et politique monétaire », *Economiica*, 1996, P115.

de façon illicite, abandonnée par les banques. Les autorités monétaires furent alors amenées à trouver un moyen légal pour les obliger à conserver en réserve une partie de ces dépôts.

Les conséquences du krach de 1929 furent décisives pour l'utilisation des réserves obligatoires comme moyen de politique monétaire car la création, en 1934, du Federal Reserve Insurance, organisme chargé d'assurer les banques, rendait caduc l'objectif de sécurité de cet instrument. On décida alors de favoriser l'augmentation ou d'obliger à la diminution de la quantité de monnaie centrale en circulation, en fonction de la conjoncture économique, en faisant varier les taux de l'obligation.

La plupart des banques centrales étrangères se sont inspirées du modèle américain pour instaurer des réserves obligatoires, plus tardivement, en raison des difficultés rencontrées aux Etats-Unis à la fin des années 1930, mais de manière de plus en plus stricte à mesure que la hausse des prix devenait plus forte. Si tous les pays disposent désormais dans leur arsenal de politique monétaire, du système de réserves obligatoires, ils s'appliquent selon des modalités variées.

3.2.4.2/ Les modalités

- Certains l'utilisent comme moyen principal de leur politique monétaire, d'autres simplement comme moyen d'accompagnement ;
- plusieurs frappent tous les établissements assujettis au même taux d'imposition, rare étant ceux qui font des distinctions en fonction de leur taille ;
- beaucoup distinguent les dépôts à vue des dépôts à terme ou à préavis pour la fixation des taux de la contrainte ;
- la grande majorité réclame que la constitution de l'obligation repose sur des avoirs déposés sur les livres de la banque centrale, mais certains y ajoutent l'encaisse détenue, les dépôts interbancaires et, parfois, des titres figurant dans les portefeuilles des banques, ce qui permet alors à la fois d'orienter la liquidité bancaire vers les secteurs que les pouvoirs publics souhaitent favoriser et de rémunérer ces réserves ;
- la grande majorité réclame que la constitution de l'obligation repose sur des avoirs déposés sur les livres de la banque centrale, mais certains y ajoutent l'encaisse

détenue, les dépôts interbancaires et, parfois, des titres figurant dans les portefeuilles des banques, ce qui permet alors à la fois d'orienter la liquidité bancaire vers les secteurs que les pouvoirs publics souhaitent favoriser et de rémunérer ces réserves ;

- la plupart choisit une période de constitution mensuelle, mais pas nécessairement le mois civil, afin de ne pas perturber le marché monétaire à la fin du mois, en général déjà tendu par les opérations saisonnières de paiement des salaires et des effets de commerce arrivant à échéance. Cependant, de plus en plus de pays utilisent des périodes variables ;
- ils s'accordent sur la date de référence à retenir pour déterminer l'assiette des dépôts frappés, en choisissant le dernier jour du mois se situant à l'intérieur de la période de référence ou de la période précédente, même si quelques-uns retiennent la moyenne quotidienne des dépôts détenus pendant la période ;
- ils ne sont pas d'accord sur le fait qu'il faut ou non rémunérer les avoirs à la banque centrale. Si le but de cette politique est seulement d'empêcher une création excessive de monnaie, il est logique, et même indispensable, de ne pas rétribuer ces réserves puisque leur rémunération annihile l'objectif de ce moyen de contrôle : la contrainte a justement pour effet d'augmenter le coût de production des banques pour réduire leur offre de monnaie. Cet argument est alors renforcé par le fait que les billets, autre composante de la monnaie centrale, ne sont jamais rémunérés. En revanche, si l'objectif des réserves obligatoires est simplement de favoriser le lissage des taux d'intérêt à court terme, comme c'est le but de la BCE, la question de rémunération doit être envisagée de manière différente ;
- Ils appliquent tous des sanctions sur les insuffisances de réserves, seule condition pour que le caractère de contrainte prédomine, sous forme d'une pénalisation pécuniaire ayant pour référence le taux de refinancement le plus utilisé.

Autrement dit, les réserves obligatoires sont déterminées par la banque centrale qui décide de l'assiette et d'un taux. L'assiette est généralement constituée par des exigibilités bancaires vis-à-vis de non-banques à une échéance inférieure à un seuil (deux ans et un jour dans la zone euro) ; le taux est décidé en fonction de l'assiette afin d'atteindre un niveau de

réserves minimum permettant de bénéficier des avantages recherchés pour la mise en œuvre de la politique monétaire. L'assiette est en elle-même sans importance dès lors que les réserves obligatoires sont rémunérées à un taux proche de celui du marché monétaire. C'est souvent le cas afin d'éviter l'évasion de l'assiette, très facile dans un contexte de forte mobilité du capital et de technologie efficiente¹⁰⁵. Il existe en général un décalage (supérieur à un mois dans le cas de la zone euro) entre la date où l'assiette est arrêtée et le début d'une période de constitution, de manière à faciliter la gestion de trésorerie des banques. L'obligation de constitution de réserves est à respecter au cours d'une période (en général, quatre ou cinq semaines en zone euro et une ou deux semaines aux Etats-Unis, selon le montant des réserves à constituer). Les excédents de réserves ne sont le plus souvent pas rémunérés ou alors soit dans des limites étroites de montant soit à un taux inférieur à celui des réserves obligatoires ; ils peuvent parfois être reportés dans une proportion limitée des réserves à constituer (c'est le cas aux Etats-Unis à hauteur de 4%). En revanche, les insuffisances de réserves sont lourdement pénalisées.

3.2.4.3/ Les limites

Les limites des systèmes de réserves sont liées aux facteurs qui gênent le fonctionnement de la propriété de martingale. En dehors d'erreurs importantes dans la prévision de liquidité, ces facteurs sont de trois ordres : l'anticipation de changement de taux directeur au cours de la période de constitution, l'existence d'imperfections de marché et le comportement des banques afin d'éviter des excédents de réserves. Toutefois, le premier facteur peut être éliminé et les deux autres réduits.

L'anticipation de changement de taux directeur au cours d'une période de constitution a pour effet de compromettre l'équivalence inter-temporelle des réserves au cours de cette période : si les banques anticipent un relèvement de taux, elles s'efforcent de se mettre en avance dans la constitution de réserves, ce qui conduit à une pression à la hausse des taux d'intérêt avant que celle-ci intervient bien, les banques sont au contraire, moins demandeuses de réserves pour le restant de la période de constitution, ce qui a transitoirement tendance à en faire au contraire baisser le prix au moment où la banque centrale souhaite le voir monter. Les évolutions opposées se produisent en cas d'anticipation de baisse de taux, avec pour

¹⁰⁵ En l'absence de rémunération des réserves obligatoires, les banques américaines effectuaient des virements automatiques des montants détenus par leurs clients sur leurs dépôts à vue au-delà d'un niveau prédéterminé vers des comptes de dépôt de titres investis en parts d'OPCVM monétaires, selon une procédure dite de « programmes d'écrêtage »-« sweep programs ».

conséquence identique un risque de volatilité des taux d'intérêt et de manque de lisibilité de la politique monétaire. Cet effet perturbateur des anticipations de changement de taux a été constaté aussi bien en zone euro (BCE, 2003) qu'aux Etats-Unis (Carpenter et Demirlap, 2006). En mars 2004, la BCE a décidé de le supprimer en faisant coïncider les dates de prise d'effet d'une modification de taux et de début d'une période de constitution.

Le deuxième facteur de nature à entraver le jeu de la propriété de martingale réside dans les imperfections de marché : coûts de transaction et limites de lignes de crédit, ces dernières jouant un rôle particulièrement important en période de crise, mais surtout incertitude sur la demande ou l'offre de réserves. L'incertitude sur la demande de réserves au niveau des établissements ne peut être réduite que par une meilleure maîtrise de leurs flux de paiements, permettant aux banques de conserver des soldes très proches de zéro en fin de journée en l'absence de système de réserves et par de moindres préoccupations de leur part d'habillage de bilan en fin de mois. Celle sur la demande agrégée est réduite en établissant un décalage temporel entre la date de retenue pour l'assiette des réserves et celle de début de la période de constitution, permettant aux établissements de connaître exactement le montant de réserves à constituer. L'incertitude sur l'offre de réserves peut aussi être réduite, grâce à l'amélioration de la prévision des facteurs autonomes et des excédents de réserves et à un comportement transparent de la banque centrale dans ses opérations d'open market. Ses conséquences sur la volatilité des taux d'intérêt pouvant être particulièrement fortes en fin de période de constitution de réserves, des procédures spécifiques ont parfois été mises en place par les banques centrales, notamment la Banque d'Angleterre.

Enfin, même en l'absence d'anticipation de hausse des taux, le caractère irréversible des excédents de réserves et leur coût d'opportunité conduisent les banques à se mettre autant que possible en retard de constitution de réserves en début de période, avec pour conséquence une tendance à l'augmentation des taux d'intérêt à très court terme au cours des derniers jours de la période de constitution. Ce phénomène peut toutefois être atténué en diminuant le coût de la détention de dépôts à la banque centrale, c'est-à-dire en disposant d'une facilité de dépôt, comme c'est le cas dans l'Eurosystème ou à la Banque d'Angleterre, ou en rémunérant les excédents de réserves comme la Fed le fait depuis 2008. Dans le même sens, et aussi pour diminuer le degré d'incertitude sur le marché monétaire en fin de période de constitution, il est aussi possible, à l'instar de la Banque d'Angleterre, d'offrir aux établissements une bande-cible de réserves -habituellement fixée à $\pm 1\%$ - à l'intérieur de laquelle le taux de rémunération des réserves à constituer s'applique.

Pour conclure sur ces instruments, le choix de l'instrument le plus efficace dépend des modalités de financement de l'économie. Dans une économie d'endettement, c'est-à-dire une économie dans laquelle ce sont les intermédiaires financiers qui sont à l'origine de la majeure partie du financement de l'économie et où les marchés de capitaux sont peu actifs, l'instrument privilégié reste l'encadrement du crédit associé aux réserves obligatoires. Dans une économie de marché de capitaux dans laquelle les besoins de financement des entreprises sont limités et satisfaits le cas échéant sur les marchés de capitaux, les instruments privilégiés relèvent d'une logique de marché, la Banque centrale intervient sur le marché.

Conclusion du chapitre 2 :

Dans ce chapitre, nous avons examiné la vision des uns et des autres concernant les objectifs de la politique monétaire. Pour les keynésiens, l'objectif final de la politique monétaire, c'est la croissance et l'emploi et l'objectif intermédiaire, une action sur les taux d'intérêt. Pour les monétaristes, l'objectif final de la politique monétaire, c'est la stabilité des prix et l'objectif intermédiaire, une action sur les agrégats monétaires.

Nous avons également examiné dans ce chapitre, les instruments dont dispose la Banque Centrale pour réaliser ces objectifs et leurs limites sur le terrain.

Introduction

Lorsque les agents économiques privés (les entreprises, les ménages) se forment des idées dans l'esprit que la Banque Centrale pourrait être tentée à l'avenir de laisser réapparaître l'inflation, des anticipations inflationnistes risquent de se déclencher. Les anticipations d'inflation influencent la négociation des engagements économiques et financiers portant sur l'avenir.

Lutter contre l'inflation est une affaire très coûteuse en production et en emplois puisqu'il faut non seulement juguler l'inflation mais également lutter contre les anticipations inertes d'inflation. Tant que ces dernières, dont la présence peut faire réapparaître l'inflation effective, n'ont pas été anéanties, il faut continuer à mener des politiques économiques restrictives. La crédibilité peut donc s'acquérir en luttant durablement contre l'inflation et les anticipations d'inflation. Pour éviter les coûts associés à cette stratégie, on a alors imaginé le dispositif institutionnel où les banques centrales sont indépendantes et ne sont en charge que du contrôle de l'inflation.

En effet, si les banques centrales sont également en charge de la stimulation de la croissance et de l'emploi, elles peuvent être incitées à s'autoriser une dose d'inflation. A court terme, accepter davantage d'inflation, en menant des politiques conjoncturelles stimulantes, permet de créer des emplois (c'est ce qu'on appelle la « courbe de Phillips », c'est-à-dire qu'il y a un arbitrage à court terme entre emploi et inflation)¹⁰⁶. Mais, à long terme, si les anticipations reprennent, elles entraînent une progression des coûts de production, la situation économique se dégrade, et il ne reste que le supplément d'inflation sans le supplément de croissance et d'emplois ; de plus, la crédibilité est perdue puisque les anticipations d'inflation ont réapparu : les agents économiques privés ne penseront plus à la protection de l'inflation par la Banque Centrale.

¹⁰⁶ ARTHUS Patrick, « Les incendiaires », édition Perrin, 2007, p 31.

Pour éviter que cette situation n'apparaisse, le palliatif est aussi simple que le radical : l'indépendance de la Banque Centrale vis-à-vis du pouvoir politique pourrait la pousser dans ce sens ; d'où un objectif d'inflation seule, pour que le soutien de l'emploi ne soit pas un des buts de la politique monétaire. Pour les tenants de la théorie de la crédibilité, la logique est imparable puisqu'elle protège complètement contre le risque d'une dérive inflationniste, inspirée soit par le pouvoir politique, soit par des politiques stimulantes de la demande.

Section 1 : La crédibilité, facteur d'efficacité de la politique monétaire

Les anticipations jouent un rôle non négligeable dans l'efficacité de la politique monétaire. A la limite, une simple modification des anticipations est de nature à juguler l'inflation ou à faire baisser le taux d'intérêt et relancer les investissements.

La crédibilité de la politique monétaire peut se définir comme « le degré de confiance des agents privés dans la détermination et la capacité de la banque centrale à prendre les décisions lui permettant d'atteindre ses objectifs »¹⁰⁷. A travers les anticipations, elle agit sur le comportement courant des agents privés et sur les plans qu'ils forment pour l'avenir : plus la crédibilité est élevée, plus son levier sur le comportement des agents privés devrait être important et moins les actions de politique monétaire devraient être brutales pour atteindre les objectifs arrêtés.

C'est donc la crédibilité de la politique monétaire qui est déterminante, surtout dans une économie de marché. Débarrassée de tout arsenal réglementaire, la politique monétaire doit s'imposer en imprégnant les esprits, les anticipations. Elle le pourra d'autant plus efficacement si son action est claire, comprise, déterminée. La politique monétaire est donc devenue un subtil mélange où le message compte au moins autant que l'action proprement dite.

L'enchaînement basique d'une stratégie de crédibilité est le suivant : modèle unique d'équilibre → règle → indépendance → engagement irrévocable sur la stabilité des prix → transparence → crédibilité.¹⁰⁸

1.1/ Pourquoi la question de la crédibilité de la politique monétaire se pose-t-elle ?

Le développement et l'intégration des marchés et leur corollaire, la désintermédiation, réduisent le champ de la sphère financière traditionnellement assujettie à la Banque Centrale.

Cette évolution est en soi une raison générale pour s'interroger sur le rôle des autorités monétaires. Plus précisément, ces dernières voient leur crédibilité sinon contestée, du moins mise à l'épreuve dans plusieurs domaines :

¹⁰⁷ DRUMETZ. F, PFISTER. C, « politique monétaire », de boeck, 2011, p34.

¹⁰⁸ LE HERON Edwin, MOUTOT Philippe, « Les banques centrales doivent-elles être indépendantes », Editions Prométhée, 2008, 55.

- Les instruments d'analyse paraissent moins précis.
- Les moyens d'action de la politique monétaire sont moins directs et leurs effets plus difficilement quantifiables.

La Banque Centrale ne dispose plus désormais que d'un (rarement deux) moyen d'action : le maniement des taux d'intérêt (et l'utilisation des réserves obligatoires). Tous les instruments du type de l'encadrement du crédit, de mesures sélectives, de réglementation du crédit deviennent difficiles à utiliser, essentiellement parce que peu efficaces dans les marchés décloisonnés.

Or les variations des taux d'intérêt ont des incidences difficiles à quantifier sur les grandeurs contrôlées. L'expression fine tuning quelquefois employée pour une politique de ce type, signifie peut-être que l'on peut la doser finement, mais absolument pas que l'on puisse, par ce moyen, influencer avec précision sur l'évolution des objectifs intermédiaires de la politique monétaire. Ce type de réglage étant plus à la portée de l'encadrement du crédit.

En outre, les possibilités d'agir sur la structure des taux, relativement étendues lorsque les marchés étaient cloisonnés et le système financier très réglementé, sans être inexistantes, sont moins directes en économie de marché, la courbe des taux reflétant les anticipations des agents économiques.

L'utilisation des réserves obligatoires n'a plus, dans une économie de marchés de capitaux, l'incidence directe sur le coût du crédit et donc sur le comportement des emprunteurs qu'elle pouvait avoir dans le passé : d'une part, en raison de la « marchandisation » du crédit, d'autre part, parce que la possibilité pour les banques de répercuter intégralement le coût des réserves dans le taux de base était liée à une caractéristique essentielle de l'économie d'endettement : le refinancement a un coût pratiquement garanti. Les réserves obligatoires (non rémunérées) sont donc un instrument en déclin.

- Les réactions des marchés et celles des agents économiques sont plus complexes et plus incertaines qu'en économie d'endettement.

En économie d'endettement, les incidences de la politique monétaire étaient partielles, mais relativement claires, en particulier disponibilité plus ou moins réduite du financement pour ceux qui subissaient l'encadrement du crédit.

En économie de marchés financiers, les instruments de la politique monétaire, en nombre limité, ont un effet de diffusion plus large mais plus complexe et souvent plus incertain ; si l'indexation du coût du crédit sur les variations des taux directeurs est en principe plus effective et plus large que dans la situation précédente, les comportements de marges ont de l'importance dans un marché de plus en plus désintermédié. Par ailleurs, la diffusion des portefeuilles-titres peut rendre la demande de monnaie moins sensible aux taux d'intérêt et les effets de richesse ou de patrimoines, doivent être pris en compte.

En fait, ce sont les anticipations des marchés et des agents économiques qui sont importantes et l'orientation de ces dernières dépend en définitive très largement de la crédibilité des autorités monétaires.

Les possibilités de couverture à terme qui existent désormais doivent également être prises en compte. D'une façon générale, elles permettent aux marchés au comptant de mieux supporter que par le passé les situations de crise ; elles sont donc en principe favorables à une meilleure efficacité de l'action des autorités monétaires. Toutefois, les marchés à terme peuvent ponctuellement raccourcir les délais d'ajustement des marchés de capitaux et amplifier la sensibilité aux mouvements de taux. Le fait que ces possibilités de couverture ne soient pas systématiquement utilisées est d'ailleurs en lui-même un élément d'incertitude.

En définitive, les effets d'annonce ont une grande importance, ces effets d'annonce résultant d'ailleurs aussi bien d'une action effective des autorités monétaires que de l'attente de cette action, ce qui signifie que leur intervention peut être moins systématiquement requise que dans l'économie d'endettement (où des réglages discrétionnaires étaient nécessaires), et que, si la crédibilité de la politique monétaire est bonne, les anticipations sont elles-mêmes susceptibles d'enclencher des processus d'autorégulation.

- Les marges de manœuvre de la politique monétaire sont plus limitées en raison de l'intégration financière internationale.

Un défaut de crédibilité peut en effet influencer également le comportement des non-résidents. Si les grands investisseurs internationaux (OPCVM, fonds de pension) ont des doutes sur la détermination des autorités monétaires d'un pays à privilégier la stabilité des prix ou, si, plus prosaïquement, ils ne comprennent pas bien la stratégie suivie, ils peuvent réduire leur placement dans ce pays, provoquant une baisse des cours boursiers et, plus sûrement, une hausse des taux d'intérêt à long terme. La pentification excessive de la courbe

des taux en résultant peut avoir des incidences néfastes sur la croissance, sur l'équilibre des finances publiques (la charge d'intérêt de la dette s'alourdit) ce qui complique la tâche de la banque centrale.

1.2/ Les avantages de la crédibilité :

Du point de vue de la boucle prix-salaire, la courbe de Phillips augmentée¹⁰⁹ retrace le fait que la croissance des salaires (et donc des prix pour maintenir un taux de marge constant) dépend des anticipations d'inflation future, du taux de chômage et de l'évolution de la productivité.

Si les anticipations d'inflation ne sont pas purement adaptatives et se modifient à la baisse, les négociations salariales aboutiront à une croissance plus faible des salaires. L'équation de formation des prix (taux de marge appliqué au salaire) indique alors que les prix augmenteront aussi moins vite, ce qui justifiera ex post les anticipations favorables d'inflation faible. A la limite, si un pays veut entrer dans une phase de désinflation et si la banque centrale est crédible en l'annonçant, l'anticipation d'inflation diminue à la suite de l'annonce de la politique économique et l'inflation peut décroître même sans augmentation du chômage. Avec des hypothèses de comportements plus inertes vis-à-vis de l'anticipation d'inflation, il n'en demeure pas moins que le ratio de sacrifice, c'est-à-dire l'augmentation du taux de chômage nécessaire pour réduire d'un point l'inflation, est plus faible si la politique monétaire est crédible. D'un point de vue conjoncturel, en présence d'un choc sur l'inflation, par exemple une hausse de prix des matières premières, une politique de maîtrise de l'inflation crédible amènera les agents économiques à penser que l'inflation future retournera à une faible valeur voulue par la banque centrale, si bien que l'anticipation d'inflation ne suivra pas les chiffres élevés récents, ce qui désamorcera une spirale salaire-prix inflationniste.

¹⁰⁹ L'interprétation de Phelps et de Friedman fait de la courbe de Phillips un phénomène essentiellement transitoire lié à une situation de déséquilibre, elle-même liée à une erreur d'anticipation. L'élément fort de cette approche, c'est la réinterprétation de la notion d'anticipation. Ainsi, Phelps et Friedman estiment qu'il serait plus judicieux d'introduire le taux d'inflation anticipé (plutôt que le taux d'inflation observé) dans l'équation des salaires. Cela va permettre de refonder la relation de Phillips (on parle désormais de "courbe de Phillips augmentée des anticipations").

Par ailleurs, la crédibilité a des effets sur les taux d'intérêt. La théorie de la parité des taux d'intérêt¹¹⁰ (les taux d'intérêt de pays différents doivent être identiques une fois prises en compte les variations anticipées de taux de change) indique que, si la monnaie n'est pas appelée à se déprécier, le taux d'intérêt sera plus faible que dans le cas inverse.

Tout ceci implique que, lorsque la politique monétaire réussit à engendrer des anticipations d'inflation faibles, ce sera effectivement une façon de rendre l'inflation faible. Si la banque centrale est crédible dans sa lutte contre l'inflation, elle forgera les opinions en ce sens et son action sera efficace. Il est donc important que la banque centrale puisse s'appuyer sur de bonnes anticipations, voire qu'elle les modifie dans le sens d'une prévision d'inflation faible. Cependant, il ne suffit pas d'afficher un objectif pour le rendre crédible car il y a parfois une incohérence temporelle des décisions.

1.3/ L'acquisition de la crédibilité

Le terme crédibilité désigne « le degré de confiance que manifeste le public envers la détermination et la capacité de la banque centrale d'atteindre les objectifs qu'elle a annoncés. La crédibilité dépend de l'importance et de la constance des incitations qu'a la banque centrale à se conformer à la politique annoncée »¹¹¹.

Mishkin (1997) illustre la notion de crédibilité en établissant un parallèle avec une situation familière à bon nombre de parents. Il est toujours tentant pour un parent qui se trouve dans un lieu public de céder aux caprices d'un enfant capable d'accès de colère potentiellement gênants, en se disant et en indiquant clairement à l'enfant qu'il ne cédera plus à l'avenir. Mais, à plus long terme, cette attitude s'avère souvent nuisible, puisque l'enfant anticipe que ses parents céderont à nouveau et se montre de plus en plus exigeant. La menace du parent de ne plus céder n'est donc pas crédible aux yeux de l'enfant. Dans cette situation, la menace du parent souffre d'« incohérence temporelle », expression utilisée pour qualifier une attitude ou une politique considérée comme la meilleure dans les circonstances du

¹¹⁰ Conceptualisée par **John M. Keynes**, la théorie de la parité des taux d'intérêt atteste que les cours de change des devises tendent à s'ajuster aux parités des taux d'intérêt qui prévalent dans chaque pays. Le principe de la parité des taux d'intérêt postule que l'écart de taux d'intérêt entre la monnaie domestique et une devise étrangère doit être égal à l'évolution anticipée (appréciation ou dépréciation) de la monnaie domestique par rapport à la devise étrangère.

¹¹¹ PERRIER Patrick et AMANO Robert, « crédibilité et politique monétaire », revue de la Banque du Canada, printemps 2000, p 14.

moment, mais qui risque d'être dommageable à long terme parce qu'elle entraîne une détérioration de la situation.

La notion d'incohérence temporelle a été appliquée pour la première fois à l'analyse monétaire par Kydland¹¹² et Prescott¹¹³ (1977). Dans le contexte de la politique monétaire, cette notion s'applique lorsque le public croit qu'il est peu plausible que la banque centrale atteigne les objectifs annoncés, puisqu'ils semblent être incompatibles entre eux. La plupart des banques centrales ont pour mandat de préserver le pouvoir d'achat de la monnaie et de promouvoir une bonne tenue de l'économie.

Ainsi, le problème de l'acquisition de la crédibilité, tel que la théorie le pose, est celui de l'incohérence temporelle. Il y a incohérence car, même s'il y a accord sur une fonction-objectif sociale et que les décideurs connaissent les effets de leurs actions, une politique discrétionnaire (c'est-à-dire décidée au coup par coup) ne conduit pas à maximiser cette fonction-objectif. Cela résulte du jeu entre le comportement du décideur et celui des agents privés : si celui-ci se comporte comme attendu dans le cadre de la fonction-objectif, il doit se produire un moment où il aura intérêt à surprendre les agents privés en dérogeant à son comportement passé pour atteindre un objectif qui lui est propre ; le sachant, les agents privés prennent ce risque en compte dans leur comportement, ce qui empêche le décideur de maximiser la fonction-objectif sociale. Un exemple classique est celui de la taxation du capital ; afin de promouvoir la croissance, les pouvoirs publics et la société auraient intérêt à ne pas taxer le capital ou à le faire à un taux faible ; mais si les pouvoirs publics s'engagent dans ce sens et que les agents privés, les croyant, investissent beaucoup, il vient un moment où les pouvoirs publics sont tentés de taxer le capital. Une promesse de ne pas taxer –ou de taxer faiblement- le capital est donc inefficace car non crédible. Le parallèle dans le domaine de la politique monétaire est dénommé « biais inflationniste » et repose sur l'exploitation de l'arbitrage inflation-chômage à court terme : si les autorités monétaires annoncent leur objectif de lutter contre l'inflation et que le secteur privé les croit (les taux d'intérêt à long terme diminuent, les contrats de prix et de salaires prévoient des hausses plus faibles...), alors le décideur cédera à un moment donné à la tentation de créer une surprise d'inflation afin de faire baisser transitoirement le chômage en dessous de son niveau naturel, par exemple à la

¹¹² Finn Erling Kydland (1943) est un économiste norvégien. Il est professeur d'économie à l'école de commerce Tepper de l'Université Carnegie-Mellon. Il a reçu le « prix Nobel » d'économie en 2004 avec Edward C. Prescott, « pour leur contribution à la théorie de la macroéconomie dynamique : l'incohérence temporelle des décisions de politique économique et les forces économiques responsables des fluctuations conjoncturelles, et, plus particulièrement, pour leurs travaux sur les cycles économiques et l'efficacité des politiques monétaires ».

¹¹³ Edward C. Prescott (1940), il a partagé la récompense en 2004 avec F.E. Kydland.

veille d'élections dont le résultat est incertain. Il le fera même d'autant plus probablement qu'il aura davantage été cru. Les agents privés ont donc intérêt à ne pas le croire et à anticiper une accélération de l'inflation d'autant plus importante que le décideur accorde davantage de poids au soutien de l'activité dans sa fonction-objectif et que le surcroît d'activité économique qu'il peut obtenir à court terme pour une accélération donnée de l'inflation est plus important. A l'équilibre, où le décideur considère les anticipations des agents privés comme une donnée pour choisir le taux d'inflation courant, ce dernier est donc plus élevé que sans biais inflationniste, le bien-être est réduit.

Un Etat qui s'endette peut avoir pour objectif initial une maîtrise de l'inflation afin de bénéficier d'un faible taux d'intérêt nominal à l'émission des titres de dette publique. En effet, si l'objectif de stabilité du niveau général des prix n'est pas atteint, les épargnants exigeront un taux d'intérêt nominal plus élevé pour compenser l'inflation (effet Fisher). Cependant, une fois les titres placés, l'Etat a intérêt à la présence de l'inflation puisque les impôts, qui sont prélevés sur des grandeurs nominales (revenus, bénéfices, consommation), s'accroîtront avec l'inflation, alors que le remboursement du nominal d'une obligation non indexée restera le même. Dans cet exemple, l'Etat a des objectifs incohérents dans le temps vis-à-vis de l'inflation, ce que des agents économiques rationnels ne manqueront pas de prendre en compte quels que soient les objectifs, même si cette volonté est réelle de la part du responsable qui l'énonce en début de période car les avis peuvent changer, et les responsables politiques aussi, l'action monétaire perd alors toute crédibilité (Kydland et Prescott, 1977).

Plus généralement, il y a un penchant à l'incohérence temporelle de la part d'une banque centrale qui souhaite maîtriser l'inflation tout en prenant en considération la croissance réelle. S'il s'agit d'une déclaration –par exemple des taux d'intérêt pas trop faibles- avalisés par les agents privés, alors la banque centrale peut se permettre par la suite une politique plus laxiste qu'annoncée en vue d'améliorer la croissance dans la mesure où l'anticipation d'inflation aura été générée par la déclaration initiale, ce qui invalide la cohérence des anticipations privées avec ce qui se passera effectivement. Mais les agents privés anticipent ce comportement opportuniste et ne croient plus en de simples déclarations de la banque centrale (Barro¹¹⁴ et Gordon, 1983). De la même façon, si la banque centrale se trouve confrontée à une baisse de l'évolution de la productivité –qui est de nature à accroître

¹¹⁴ Robert Joseph Barro (1944) est un économiste américain de réputation mondiale, professeur d'économie à l'Université Harvard et Fellow à la Hoover Institution à l'Université Stanford. Membre fondateur de la nouvelle macroéconomie classique, il a travaillé sur l'équivalence ricardienne et sur les déterminants de la croissance économique.

l'inflation- l'idéal pour l'objectif anti-inflationniste serait de rehausser les taux d'intérêt aujourd'hui et dans le futur, de façon à guider les anticipations rationnelles d'inflation. Mais une fois le choc de productivité passé et les anticipations des agents privés modérées, la banque centrale n'a plus de raison de maintenir effectivement la série de taux d'intérêt futurs élevés. De nouveau, il y a incohérence entre l'action optimale de la banque centrale a priori et ce qu'elle est tentée de faire ex post. Les agents économiques en tiennent compte et ne croient plus à l'affichage initial de lutte prolongée contre l'inflation. (Clarida¹¹⁵, Gali¹¹⁶ et Getler, 1999).

1.3.1/ Les solutions au biais inflationniste (les moyens de renforcer la crédibilité)

Afin de promouvoir sa crédibilité, la Banque centrale doit convaincre les agents que ses objectifs ne sont pas incompatibles entre eux. Il faut aussi que le coût de non réalisation de ses objectifs soit élevé.

On peut trouver trois solutions dans la littérature : la soumission de la politique monétaire à une règle, la nomination d'un banquier central conservateur et le contrat optimal.

- La solution proposée par Barro et Gordon¹¹⁷ (1983) est de soumettre le décideur à une règle qui le pré-engage ; comme l'indiquent Clarida et al. (1999), « il choisit un plan pour le cheminement des taux d'intérêt auquel il se tient pour toujours. Le plan peut requérir un ajustement de taux d'intérêt en réponse à l'état de l'économie, mais à la fois la nature et la taille de la réponse sont gravées dans le marbre ». Les agents privés sont correctement informés (anticipations rationnelles), il n'est plus intéressant de tricher puisque l'inflation effective est égale à l'inflation anticipée. La Banque centrale a intérêt à suivre une règle systématique au lieu d'une politique discrétionnaire.
- Le problème, comme le relève Rogoff¹¹⁸ (1985), est que, pour être pleinement efficace, une règle doit être établie de manière telle qu'elle soit très difficile à changer. Cela soulève à son tour le problème que la règle soit maintenue alors qu'elle est

¹¹⁵ Richard Clarida (1957) est un économiste américain.

¹¹⁶ Jordi Gali (1961) est un macroéconomiste espagnole. Il est le directeur du centre de recherche en économie internationale à l'Université Pompeu Fabra et un professeur chercheur à Barcelona Graduate School of Economics.

¹¹⁷ David Gordon (1944-1996) était un économiste américain et Professeur d'économie à la faculté New School for Social Research.

¹¹⁸ Kenneth Rogoff (1953) est un économiste américain. Il a été économiste en chef du FMI de 2001 à 2003. Il est professeur d'économie (depuis 1999) et de politique publique (depuis 2004) à Harvard.

dépassée. En effet, il est très difficile de prédire longtemps à l'avance la nature qualitative des chocs affectant l'économie. Dans le cadre d'une fonction de perte sociale où l'on cherche à minimiser, à chaque période, les déviations de la production (y) de son niveau potentiel (y^*) et celles de l'inflation (π) de sa cible (π^*), soit¹¹⁹ :

$$L_t = 1/2 [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda (y_t - y^*)^2] \text{ avec } \lambda > 0$$

Rogoff propose, à défaut d'une règle optimale, de nommer un banquier central qu'il qualifie de conservateur au sens où sa préférence pour la stabilité des prix, exprimée par le coefficient λ , est supérieure à celle de la société (public), pour corriger par avance le biais inflationniste. L'inconvénient de cette solution, ainsi qu'il le relève, est qu'elle tend en contrepartie à accroître la volatilité de l'économie réelle en cas de chocs d'offre.

- Pour surmonter le biais inflationniste tout en laissant suffisamment de flexibilité dans la conduite de la politique monétaire, certains auteurs (Persson¹²⁰ et Tabellini¹²¹, 1993 ; Walsh¹²², 1995) ont proposé, dans le cadre d'une relation donneur d'ordre (gouvernement) – mandataire (banque centrale), de pénaliser le banquier central en lui infligeant une retenue de salaire en proportion linéaire avec la déviation de l'inflation par rapport à la cible. C'est le contrat optimal.

1.3.2/ Discussion

La réalité du biais inflationniste comme l'efficacité des moyens pour le surmonter ont été critiquées. Blinder¹²³ (1997) note ainsi que durant sa brève carrière comme banquier central, il « n'a jamais été témoin ou n'a éprouvé de tentation » de créer une inflation non anticipée. Pour lui, il suffit de conduire la banque centrale à ne pas chercher à abaisser le taux

¹¹⁹ GAUDRON Pascal, LECARPENTIER-MOYAL Sylvie, « Economie monétaire et financière », *Economica*, 2008, P 248.

¹²⁰ Torsten Persson (1954) est un économiste suédois à Institute for International Economic Studies, Stockholm University.

¹²¹ Guido Tabellini (1956) est un économiste italien. Il est professeur en économie à Bocconi University depuis 1994 où il est devenu Recteur de novembre 2008 à septembre 2012.

¹²² Carl E. Walsh (1949) est un économiste américain. Il est professeur en économie à l'Université de Californie, Santa Cruz depuis 1987. Ses travaux concernent les Banques Centrales et la politique monétaire.

¹²³ Alan Blinder (1945), est un économiste américain, professeur au département économie de l'Université Princeton. Il est codirecteur du Princeton's Center for Economic Policy Studies qu'il a fondé en 1990.

de chômage en dessous du taux naturel et à se comporter comme si la préférence pour la stabilité des prix était plus élevée qu'elle n'est en réalité dans la société. De même, pour McCallum¹²⁴ (1995), « Tout ce qu'il faut pour éviter le biais inflationniste est que la banque centrale reconnaisse la futilité de continuellement exploiter les anticipations temporairement données ». Pour les deux auteurs, soumettre la banque centrale à une règle est donc inutile voire dangereux. Le contrat optimal a lui aussi parfois été jugé inutile ; il ne serait pas nécessaire de pénaliser financièrement un gouverneur de banque centrale dont la réputation serait de toute façon entachée par de mauvais résultats dans la lutte contre l'inflation mais surtout, selon McCallum (1995), le dispositif ne fait que déplacer le problème puisque le gouvernement aurait exactement la même incitation à ne pas respecter le contrat que celle identifiée dans la littérature sur le biais inflationniste.

Ces critiques paraissent excessives dans la mesure où elles postulent implicitement l'indépendance du banquier central. Or, même si cela n'est pas davantage explicite dans les écrits des auteurs qui ont évoqué les premiers le biais inflationniste, une question importante se posait aux économistes vers la fin des années soixante-dix et le début des années quatre-vingt : pourquoi une banque centrale parmi les plus indépendantes au monde (la Fed) avait-elle laissé l'inflation dériver pendant si longtemps et, corollairement, comment éviter que cela se reproduise à l'avenir ? Les réponses fournies par la littérature sur le biais inflationniste visent à protéger la banque centrale des pressions de la vie politique au jour le jour, que ce soit par l'observation d'une règle (Barro et Gordon) ou la satisfaction, symbolique (Rogoff) ou matérielle (Walsh), que le banquier central pourrait trouver dans l'accomplissement de sa mission.

1.4/ Modes d'intervention de la banque centrale

La principale question qui se pose est de savoir si l'intervention monétaire doit être discrétionnaire ou au contraire si elle doit suivre une règle transparente pour les agents économiques et, dans ce dernier cas, il s'agit de définir le contenu d'une telle règle. Une politique discrétionnaire permet une réoptimisation à chaque période, alors qu'une règle consiste à appliquer de façon contingente, c'est-à-dire en fonction des variables économiques du moment, une formule d'application générale à tous les cas futurs.

¹²⁴ John McCallum (1950) est un homme politique, économiste, professeur et auteur canadien.

1.4.1/ La politique discrétionnaire

L'inconvénient d'une politique monétaire qui suit une règle fixe est que celle-ci peut être mauvaise lorsqu'elle ne prévoit pas certains cas de figure. Parmi les écueils à éviter, il y a le fait de confondre une hausse temporaire des prix avec une inflation persistante, ou encore de vouloir stabiliser les taux d'intérêt alors que l'équilibre mondial entre épargne et investissement devrait conduire inéluctablement à un changement de niveau du taux d'intérêt. Parfois, les situations radicalement nouvelles émergent sans que l'on ait pu l'anticiper. On peut proposer quelques exemples de situations qui peuvent appeler à une intervention ponctuelle ou non standard de la banque centrale.

1.4.1.1/ L'exemple d'un choc sur le prix du pétrole

L'invasion du Koweït par l'Irak le 2 août 1990 a fait monter les cours du pétrole de 17\$/baril en juillet à 36\$/baril en octobre. Les modèles empiriques prédisaient alors une augmentation de l'inflation de 1% et à plus long terme une baisse de production de 1% aux Etats-Unis. Fallait-il augmenter les taux d'intérêt ? Les marchés à terme du pétrole indiquaient alors que les anticipations misaient sur un retour des prix vers leur niveau initial. L'augmentation des prix serait donc seulement transitoire, ne se traduirait pas par de l'inflation.

L'application d'une règle qui spécifierait que toute hausse des prix déclenche une politique monétaire restrictive pour enrayer l'inflation serait alors nuisible : d'une part le problème de l'inflation n'existe pas, d'autre part les restrictions apportées à la masse monétaire feraient monter les taux d'intérêt et amplifieraient la baisse de l'activité réelle.

1.4.1.2/ L'exemple de la réunification allemande

Une hausse des taux d'intérêt à long terme peut signifier que l'inflation va s'accroître à l'avenir. En effet, un relèvement de la courbe des taux signifie que les taux courts futurs seront plus élevés (théories des anticipations ou de l'habitat préféré) et une des causes possibles de taux élevé est la prise en compte de l'accélération de l'inflation (relation de Fisher entre taux nominal, taux réel et anticipation d'inflation). Les autorités monétaires dans ce cas voudront réagir à froid et prévenir la résurgence de l'inflation en restreignant dès aujourd'hui la masse monétaire, ce qui aura pour effet de faire monter les taux courts et de peser sur la demande globale et donc les prix. En revanche, si la hausse des taux futurs est une hausse prévue des taux réels sans inflation, il n'y a pas lieu que les autorités monétaires

interviennent pour modifier leur politique monétaire. Au début des années 1990, juste avant la réunification de la RFA et de l'Allemagne de l'Est, les taux longs américains se sont accrus de 75 points de base, après une période de baisse en 1989.

Fallait-il relâcher la politique monétaire ? Les anticipations de la réunification de l'Allemagne conduisaient en fait à penser que la demande d'investissement dans cette zone serait plus forte (hausse de la demande de fonds prêtables) et que le déficit budgétaire s'accroîtrait (baisse de l'épargne du secteur public). Le nouvel équilibre de la demande et de l'offre sur le marché du crédit devrait alors aboutir à une hausse des taux d'intérêt indépendamment de toute inflation. La meilleure chose à faire était donc de ne rien faire, ce qui fut fait.

1.4.1.3/ Les attaques du 11 septembre 2001

Les effets économiques des attaques sur New York n'étaient pas directement de nature à entraîner une récession, cependant, les effets indirects sur l'activité du transport aérien, sur le renforcement de la sécurité et la modification des stratégies militaires pouvaient être importants. Les banques centrales ont injecté massivement des liquidités sur le marché, nonobstant les risques d'inflation, pour signaler aux agents économiques leur soutien à la croissance et pour modérer les anticipations sécessionnistes. Ces actions furent de courte durée et indépendantes de variables mesurées de l'état de l'économie, en étant surtout fondées sur une modification des anticipations.

1.4.2/ La poursuite d'une règle

La poursuite d'une règle de comportement fixe et annoncée à l'avance est une façon de contribuer à la crédibilité de la politique monétaire : les agents économiques savent alors à quoi s'attendre et n'interprètent pas une expansion de la monnaie (justifiée) comme un relâchement de l'objectif de maîtrise de l'inflation.

Une règle est une sorte de « pilote automatique de la politique monétaire qui prend la forme d'une relation entre un instrument (presque toujours un taux d'intérêt de nos jours, car les agrégats monétaires sont considérés comme moins pertinents en tant qu'instruments de transmission de la politique monétaire, contrairement à ce que l'on pensait dans les années

1970) et l'écart d'une variable à sa cible ou son objectif. La définition précise de la règle dépend du choix de l'objectif des autorités monétaires »¹²⁵.

Pour définir la règle, il faut en effet choisir de fixer son attention sur une grandeur dont l'évolution fait l'objet d'un engagement de la banque centrale. La première idée serait de s'engager directement sur le taux d'inflation et c'est bien ce que font nombre de banques centrales depuis quelques années. Mais souvent on recherche une grandeur intermédiaire dont on s'assure qu'elle remplit deux conditions essentielles :

- Elle doit être contrôlable par la banque centrale, cette dernière utilisant ses instruments (base monétaire, taux d'intervention...) et réussissant dans une large mesure à maîtriser les mouvements de la grandeur choisie ;
- Elle doit être en relation solide et stable avec l'objectif final de la politique monétaire, souvent la stabilité des prix.

La règle proposée autrefois par Milton Friedman est une cible monétaire : choisir et garder un rythme constant de croissance d'un agrégat monétaire. Ce fut l'une des premières solutions adoptées dans les années 1970, en particulier dans les pays de grande taille n'ayant pas l'opportunité d'opérer un rattachement de leur monnaie à une monnaie étrangère. Une cible de masse monétaire présente certains avantages :

- Par comparaison avec les cibles de taux de change, elle garantit une certaine autonomie nationale, permettant à la banque centrale de choisir un taux d'inflation différent de celui des autres pays ;
- par la relative simplicité de sa relation avec l'objectif final de stabilité des prix, il est assez facile de déterminer la valeur de la cible monétaire sur laquelle s'engager ;
- l'information nécessaire pour juger de l'action de la banque centrale est assez rapide à réunir et à diffuser, la publication des taux de progression de la masse monétaire pouvant se faire à des intervalles assez brefs ;

¹²⁵ SZPIRO D, « Economie monétaire et financière », de boeck, 2009, p 203.

- la cible monétaire est donc un moyen transparent d'associer le public aux efforts faits pour maintenir la stabilité des prix en l'informant et en influençant ainsi de façon claire et directe la formation des anticipations d'inflation ;
- elle assure ainsi de façon efficace la crédibilité de la politique monétaire suivie par la banque centrale.

Le ciblage ou encore la règle monétaire, c'est-à-dire l'engagement des autorités sur un objectif intermédiaire de masse monétaire, a été adopté pour appuyer les politiques inflationnistes au tournant des années 70 puis abandonné quand on s'est aperçu que la relation entre les agrégats monétaires et l'évolution du revenu nominal et des prix se détériorait beaucoup. Il est à peu près sûr que l'idée de mettre en œuvre une règle de croissance monétaire ne reverra pas le jour sitôt. Cela ne signifie pas que les agrégats monétaires sont totalement délaissés pour la mise en œuvre de la politique monétaire. C'est ainsi que la Banque Centrale Européenne leur a conservé un rôle dans son dispositif. L'évolution des agrégats monétaires fait partie des indicateurs que la Banque Centrale Européenne prend en compte dans sa stratégie au sein de ce qu'elle appelle le « premier pilier ». Elle ne fait d'ailleurs que poursuivre une tradition entretenue par les succès de politique monétaire de la Bundesbank et de la Banque Nationale de Suisse, toutes deux adeptes du ciblage monétaire mais aussi les premières en Europe à avoir atteint, par ce moyen, la réputation de transparence et de responsabilité. La règle monétaire conserve le bénéfice historique d'une crédibilité accrue donnée aux politiques monétaires, en dépit de ses insuffisances techniques criantes.

1.5/ Mesures de la crédibilité

Les mesures de la crédibilité revêtent deux dimensions principales :

- Les comportements des agents économiques, plus précisément les dynamiques des prix et des salaires ;
- les indicateurs extraits des marchés financiers et la comparaison directe des anticipations d'inflation retracées par les données d'enquêtes avec les objectifs des banques centrales.

1.5.1/ Dynamique des prix et des salaires

Dans un régime d'inflation basse, établi de manière crédible, un choc transitoire sur le prix n'affecte pas les anticipations d'inflation à moyen terme et l'inflation donc devra devenir moins persistante.

En outre, la politique monétaire ayant moins à réagir, le coût de désinflation, mesuré par exemple par le ratio de sacrifice¹²⁶ devrait diminuer.

1.5.1.1/ Persistance de l'inflation

Le consensus est plutôt que la persistance de l'inflation a diminué depuis les années soixante-dix. La question a été particulièrement débattue dans le cas le plus étudié, celui des Etats-Unis. Néanmoins, le constat statistique d'une moindre persistance est ambigu dans la mesure où il peut refléter le jeu de facteurs ne relevant pas de la politique monétaire. De fait, Carlstrom et al. (2009) montrent dans le cadre d'un modèle dynamique standard nouveau keynésien, que le changement d'attitude de la Fed et la forte baisse de la variabilité de la productivité totale des facteurs peuvent rendre compte des changements dans la dynamique inflationniste aux Etats-Unis. Dans le même sens et en utilisant le même type de modélisation, Cogley et al. (2010) s'intéressent à l'écart d'inflation – mesuré par la différence entre l'inflation observée et l'inflation tendancielle¹²⁷ - ; ils montrent que cet écart a crû pendant la Grande inflation puis décré tout en devenant moins prévisible après la désinflation Volcker¹²⁸

¹²⁶ Le ratio de sacrifice désigne le coût cumulé en croissance ou en emploi d'une réduction permanente d'un point d'inflation. Il n'est toutefois pas une mesure du coût net de la désinflation car il ne tient pas compte des bénéfices de la stabilité des prix qui se manifestent à moyen-long terme, notamment par une diminution de l'incertitude et des primes de risque.

¹²⁷ L'inflation tendancielle des prix à la consommation mesure l'évolution sous-jacente et persistante de l'inflation en excluant les prix fixés par les pouvoirs publics ainsi que les prix les plus volatils, notamment ceux de l'alimentation et de l'énergie, qui sont le plus tributaires de facteurs saisonniers ou des variations temporaires de l'offre.

¹²⁸ A la fin des années 70, le taux d'inflation aux Etats-Unis est de plus de 10%, ce qui est jugé beaucoup trop important par la plupart des dirigeants politiques et des spécialistes de la question. Paul Volcker est alors nommé président de la FED, avec comme objectif principal la lutte contre l'inflation. Monétariste, il pense que la trop forte croissance de la masse monétaire est la principale cause de l'inflation et qu'il faut donc la ralentir, en menant une politique monétaire restrictive (via une augmentation des taux d'intérêt directeurs). Résultat : l'inflation est ramenée de 11% en 1979 à moins de 4% en 1982. *Mais*, le taux de croissance de l'économie est passé dans le même temps de 2,5% à -2,2% et le taux de chômage de 5,8 à presque 10%. Commence pour l'Europe et les Etats-Unis le début de ce qu'on a appelé les *30 piteuses*, par opposition aux *30 glorieuses*.

et attribuent le déclin à un meilleur ancrage de la cible d'inflation de la Fed ainsi qu'à des chocs de marge moins volatils et persistants.

1.5.1.2/ Coût de la désinflation

L'impact d'une plus grande crédibilité de la politique monétaire sur les négociations salariales pourrait être long à se matérialiser. En effet, comme le remarque Taylor (1983), dans une désinflation, un problème de crédibilité se trouve posé du fait que les accords salariaux s'étendent sur plusieurs périodes (souvent trois ans aux Etats-Unis) : les partenaires sociaux doivent être persuadés que la décélération des prix se produira dans l'avenir même si elle ne se constate pas immédiatement.

Des travaux de modélisation théorique dans le cadre de modèles nouveaux keynésiens d'équilibre général ont ainsi fait apparaître que, avec une crédibilité parfaite et des anticipations rationnelles, une désinflation pouvait s'effectuer sans coût en terme de perte de production à court terme, même avec des rigidités nominales, tandis que la combinaison de ces dernières avec une crédibilité imparfaite pouvait rendre compte de ce que, dans les années quatre-vingt, les désinflations annoncées (en particulier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni) s'étaient accompagnées de récessions (Ball¹²⁹, 1991 et 1995). Plus récemment, Goodfriend¹³⁰ et King¹³¹ (2005) ont lié le coût de la désinflation Volcker aux anticipations d'inflation défavorables résultant de la perte antérieure de crédibilité de la Fed. A cette fin, les auteurs utilisent une courbe de Phillips nouveau keynésienne :

$$\pi_t = E_t \pi_{t+1} + h (y_t - y_t^*)$$

Les auteurs introduisent l'hypothèse de crédibilité imparfaite, en supposant qu'au moment où la désinflation est annoncée, le public ne lui accorde aucune chance de réussite (le seul moyen de réduire l'inflation est donc d'abaisser la production observée en dessous de la production potentielle). La crédibilité s'accroît ensuite progressivement mais ne devient pas

¹²⁹ Laurence M. Ball (1959) est un macroéconomiste américain de la nouvelle économie keynésienne. Il a rejoint l'Université Johns-Hopkins en 1994. son travail théorique se concentre sur les fondements microéconomiques de « keynésienne » et des modèles macroéconomiques. Dans sa partie empirique, son travail traite des questions liées aux chocs, à l'inflation et à la politique monétaire.

¹³⁰ Marvin Goodfriend est professeur d'économie à Carnegie Mellon's Tepper School of Business où il enseigne et recherche dans les domaines des fluctuations macroéconomiques, monnaie et banque, finance internationale, et économie de développement.

¹³¹ Mervyn King (1948), économiste, banquier, professeur des universités, de nationalité britannique, a été le Gouverneur de la Banque d'Angleterre du 1er juillet 2003 au 1er juillet 2013.

parfaite qu'un an après que l'inflation a été réduite au niveau visé, au vu de son maintien à ce niveau. Dans ce cadre très simple, les auteurs montrent que :

- Il peut se produire une forte récession si la désinflation annoncée se produit alors que le public croit qu'elle ne réussira pas ;
- la récession peut durer plus longtemps que la désinflation si la crédibilité de la désinflation évolue plus lentement que la désinflation effective ;
- les taux d'intérêt réels à court terme sont particulièrement élevés en pleine récession ;
- l'inflation anticipée reste obstinément à des niveaux élevés, particulièrement aux échéances éloignées.

En conséquence, comme le relève Orphanide¹³²s (2005) dans son commentaire de Goodfriend et King (2005), les taux d'intérêt nominaux à long terme restent obstinément élevés avant d'enregistrer une baisse sensible.

1.5.2/ Indicateurs des marchés financiers et données d'enquête

Les indicateurs extraits des marchés financiers et les données d'enquête présentent a priori l'avantage, par rapport aux indicateurs de dynamique des prix et des salaires, d'être plus facilement observables. Néanmoins, les messages qu'ils délivrent ne sont pas toujours dépourvus d'ambiguïté.

1.5.2.1/ Indicateurs extraits des marchés financiers

Il s'agit pour l'essentiel, d'indicateurs extraits des marchés des titres publics (taux nominaux et, lorsqu'il existe aussi des titres indexés sur l'inflation, réels) ou de ceux qui en sont dérivés. L'avantage d'utiliser des titres publics est bien sûr qu'ils ne comportent en principe pas de risque de crédit et que les primes de liquidité sont habituellement faibles, au moins pour les émetteurs les plus importants. Disponibles à des fréquences beaucoup plus élevées que les données d'enquête et pour des échéances beaucoup plus diverses, ils sont couramment utilisés par les décideurs de politique monétaire ; recourant aux transcriptions

¹³² Athanasios Orphanides (1962) est un économiste chypriote qui a été Gouverneur de la Banque Centrale de Chypre du 3 mai 2007 au 2 mai 2012, et membre du conseil de gouvernance de la Banque centrale européenne entre le 1^{er} janvier 2008 et le 2 mai 2012.

des réunions du FOMC¹³³, Goodfriend et King (2005) montrent ainsi que déjà, à l'époque de la désinflation Volcker, Volcker lui-même ainsi que les autres membres du FOMC considéraient les taux d'intérêt à long terme, alors disponibles seulement sous forme nominale, comme délivrant des indications sur les anticipations d'inflation et la crédibilité de la politique monétaire.

En effet, on peut considérer qu'un taux nominal à terme se décompose en quatre éléments ; anticipation d'inflation, taux réel, prime de risque d'inflation et prime de risque de taux réel.

- Soit des titres classiques sont seuls disponibles et la construction d'une courbe de taux à terme permet de retracer les anticipations de politique monétaire. Si l'on fait l'hypothèse de constance des primes de risque de taux réels est qu'à court terme les anticipations d'inflation sont plus variables que celles de taux réels, alors à court terme l'essentiel de la variation des taux nominaux provient de l'inflation anticipée et de la prime de risque d'inflation auxquelles on peut estimer avec King (1995) que la crédibilité se rapporte : les variations de taux longs reflètent la crédibilité de la politique monétaire.
- Soit des titres indexés sont également disponibles, à des échéances suffisamment diversifiées pour que l'on puisse construire une courbe de taux réels à terme comme on le fait sur les taux nominaux, et la différence entre les deux courbes mesure la crédibilité de la politique monétaire, toujours en l'assimilant à la somme des anticipations d'inflation et des primes de risque d'inflation. En revanche, si l'on identifie la crédibilité avec la proximité entre la cible d'inflation et l'inflation anticipée, alors il faut estimer séparément la prime de risque d'inflation et l'inflation anticipée, ce qui peut se faire en recourant à des données d'enquête. Joyce et al (2009) fournissent un exemple d'une telle démarche qui fait, notamment, ressortir une forte baisse à la fois de l'inflation anticipée et des primes de risque d'inflation sur la livre en mai 1997, lors de l'octroi de l'indépendance opérationnelle à la Banque d'Angleterre.

Un inconvénient des méthodes qui reposent sur la différence entre taux nominaux et réels est de faire implicitement l'hypothèse de primes de liquidité identiques entre les deux

¹³³ Le **FOMC** signifie *Federal Open Market Committee*. C'est un organisme privé, indépendant, en charge de la politique monétaire du gouvernement des États-Unis, qui travaille de concert avec la FED.

catégories de titres. Or, les titres indexés sont recherchés par les investisseurs institutionnels à long terme, notamment les fonds de pension, et ne font souvent l'objet que de peu de transactions sur le marché secondaire. En outre, compte tenu du caractère persistant de l'inflation, l'évolution de l'inflation, et donc les anticipations d'inflation, à horizon d'un à deux ans sont très largement déterminées par des chocs comme les variations des prix du pétrole. L'important pour la crédibilité de la politique monétaire est de savoir si ces chocs mettent en cause les anticipations d'inflation à moyen terme. Un moyen de parer ces deux difficultés est d'utiliser des données de swaps d'inflation à une échéance suffisamment éloignée, par exemple à 5 ans dans 5 ans. Le marché de ces swaps est normalement très liquide car les investisseurs institutionnels s'en servent couramment pour couvrir le risque d'inflation. Outre une prime de risque d'inflation, les swaps d'inflation ont toutefois l'inconvénient de comporter, s'agissant de contrats entre agents privés, une prime de risque de crédit variable dans le temps, ce qui en diminue, en période de crise financière, le caractère informatif des anticipations d'inflation. De plus, ces marchés ne se sont développés que récemment, le plus souvent pas avant les années deux-mille.

1.5.2.2/ Données d'enquêtes

Les banques centrales se réfèrent aux enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels plus qu'aux données d'enquêtes auprès des ménages, souvent qualitatives et ne donnant que des indications sur les évolutions anticipées à court terme, voire parfois teintées par des facteurs psychologiques ponctuels (comme début 2002 lorsque la concentration lors du passage à l'euro fiduciaire de l'augmentation des prix d'articles de consommation très fréquente, comme le café au comptoir ou les journaux, a donné le sentiment au public d'une inflation beaucoup plus forte qu'elle n'était en réalité). Outre l'enquête réalisée par la société Consensus Economics, les plus connues de ces enquêtes sont le Survey of Professional Forecasters mis en place par l'American Statistical Association et le National Bureau of Economic Research en 1968 et repris par la Fed de Philadelphie en 1990 pour les Etats-Unis ainsi que l'enquête de même nom créée par la Banque Centrale Européenne en 1999. Dans ces deux dernières enquêtes, les prévisionnistes sont interrogés à la fois sur leurs prévisions moyennes concernant un nombre réduit de variables (croissance économique, taux de chômage et d'inflation) à différentes échéances et sur l'incertitude (distribution de probabilités) qui entoure ces prévisions. En particulier, une question dans l'enquête américaine porte, depuis 1991, sur la prévision d'inflation moyenne annuelle au cours des dix

prochaines années en termes de CPI Price Index et une dans l'enquête de la BCE sur la prévision d'inflation en termes d'IPCH¹³⁴ dans cinq ans.

Pour conclure, on peut dire que la crédibilité de la banque centrale se construit à partir de la constance de sa politique de lutte contre l'inflation. La réussite de ses dirigeants en la matière contribue à accroître la confiance dans le bien-fondé de leurs décisions. Un indice de crédibilité, selon Marvin Goodfriend, serait la variation des taux nominaux à long terme. En effet, le rendement des obligations d'Etat à long terme contient « une prime d'inflation qui peut être utile pour identifier des périodes de basse, moyenne et haute crédibilité » : la crédibilité a plus de chance d'être forte lorsque les taux longs sont proches de leur minimum et faible lorsqu'ils sont à un niveau historiquement élevé.

¹³⁴ Pour pouvoir comparer entre elles les inflations dans les pays appartenant à l'Union européenne, un indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est publié par Eurostat en collaboration avec les bureaux statistiques nationaux. L'IPCH représente un panier de biens et de services représentatifs pour la zone de l'euro. Dans ce panier se trouvent des biens tels que des denrées alimentaires, des journaux, du carburant, des vêtements, des ordinateurs et des machines à laver et des services comme le coiffeur, les assurances et la location. Outre les IPCH pour les pays, un IPCH pour la zone euro est également publié. L'IPCH pour la zone euro est une moyenne pondérée des IPCH des pays qui alimentent l'euro.

Section 2 : Indépendance, facteur de crédibilité

La première idée qui peut être avancée pour une autonomie de la banque centrale est qu'il y a une trop grande asymétrie d'information entre les électeurs et les dirigeants politiques. Certes, la banque centrale est une institution socio-économique et dans les pays démocratiques, là où les individus désignent leur représentant pour légiférer afin de fixer les « règles du jeu » social et économique, il paraîtrait naturel que la banque centrale soit redevable de son action auprès des représentants de la nation : le gouvernement ou le parlement. Cependant, s'ils en avaient le pouvoir, il serait facile pour les politiciens de mettre en œuvre une politique monétaire expansionniste afin de tromper ex post les épargnants qui ont acheté des titres d'Etat en réduisant la valeur réelle des actifs et du paiement des intérêts par une inflation forte. L'Etat étant structurellement endetté, c'est un des agents qui a intérêt à la résurgence de l'inflation non anticipée. Le contrôle démocratique risque donc de ne pas être cohérent avec un objectif de long terme. Une modalité à mettre en œuvre pour assurer la crédibilité de la politique monétaire consiste donc à assurer l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis du pouvoir politique, dans la mesure où l'Etat n'a pas la possibilité lui-même de s'imposer une cohérence temporelle de lutte contre l'inflation.

L'indépendance correspond à un certain nombre de caractéristiques institutionnelles¹³⁵ : le responsable ne peut être révoqué par le pouvoir politique, sa nomination est indépendante du pouvoir politique, l'absence du gouvernement dans la prise de décision, des objectifs de politique monétaire clairement fixés, des restrictions qui limitent les prêts aux gouvernement ; on pourrait rajouter aussi une autre caractéristique pour un dirigeant qui a une vision au-delà du court terme : être en fin de carrière pour ne pas subir de pression sur son avenir dans ses futures fonctions. Ce type de statut de banque centrale doit être conféré par le pouvoir politique ou par un traité comme dans la zone euro, c'est-à-dire des dispositifs institutionnels qui seraient très lourds à modifier au cours du temps.

Le libre arbitre dans la façon de mener à bien les objectifs monétaires n'implique pas que ceux-ci soient fixés par elle-même, ou que la banque centrale ne soit redevable d'explication de ses actions ex post auprès du parlement. Par exemple, le traité de Maastricht (1992) stipule que si un membre du Directoire ne remplit plus les conditions nécessaires à l'exercice de ses fonctions ou s'il a commis une faute grave, la Cour de justice peut, à la requête du Conseil des gouverneurs ou du Directoire, le démettre d'office de ses fonctions.

¹³⁵ SZPIRO D, « Economie monétaire et financière », de boeck, 2009, p 198.

« L'indépendance de la Banque centrale se réfère à sa capacité de conduire la politique monétaire sans interférence politique ou gouvernementale directe »¹³⁶. Deux composantes de l'indépendance de la banque centrale sont en général distinguées : l'indépendance d'objectif et l'indépendance instrumentale. La première renvoie à la latitude dont la banque centrale dispose en principe pour choisir le but qu'elle poursuit. Ainsi, selon ses statuts, la Fed doit viser la stabilité des prix, l'emploi maximum et de bas niveaux des taux d'intérêt à long terme. A l'inverse, au Royaume-Uni –où la cible d'inflation est fixée par le gouvernement mais où la Banque d'Angleterre détermine librement le niveau de son taux directeur-, la banque centrale n'a pas d'indépendance d'objectif mais dispose de l'indépendance instrumentale. La portée pratique de cette distinction est toutefois limitée, les banques centrales qui bénéficient formellement d'une indépendance d'objectif, comme la Fed, privilégient en fait la stabilité des prix ; par ailleurs, les gouvernements qui fixent l'objectif de la politique monétaire ont intérêt à le faire porter sur un niveau bas d'inflation afin de protéger la crédibilité de leur monnaie. En outre, l'indépendance d'objectif s'accompagne nécessairement de l'indépendance instrumentale. Enfin, les travaux théoriques et empiriques tendent à montrer que les banques centrales devraient avoir l'indépendance instrumentale mais pas l'indépendance d'objectif (Fisher, 1995) : l'objectif statutaire de la banque centrale devrait être la stabilité des prix. C'est bien dans ce but que de nombreuses banques centrales ont été rendues indépendantes au cours des années quatre-vingt-dix, aussi bien en Europe, dans la perspective de l'unification monétaire européenne, que dans les pays émergents.

2.1/ L'indépendance de la Banque centrale

« L'indépendance de la banque est souvent mentionnée comme condition de sa crédibilité »¹³⁷.

2.1.1/ Situation au début des années 1980

A cette époque, l'indépendance était l'exception.

- Ces exceptions étaient, il est vrai, de taille : le Federal Reserve System aux Etats-Unis, la Deutsche Bundesbank en Allemagne fédérale, mais s'expliquaient semble-t-il aisément :

¹³⁶ DRUMETZ F, PFISTER C, « Politique monétaire », De boeck, 2011, p 40.

¹³⁷ VOISIN Michel, « Monnaie et politiques monétaires », Ed Bréal, 2006, P 97.

- Dans des Etats fédéraux, le principe est de concentrer moins de pouvoir au centre. L'indépendance de la banque centrale dans sa mission de politique monétaire est mieux acceptée, sinon plus logique. On peut toutefois penser que les importantes délégations consenties aux entités locales en matière de politique économique peuvent effectivement faire courir un risque à la stabilité des prix de l'ensemble fédéral. Confier la mission d'y veiller à un arbitre indépendant procède d'une démarche explicable ;
- En Allemagne s'ajoute la raison spécifique liée à la terreur de l'inflation qui s'est manifestée à deux reprises, en 1920 et 1945-1946, sous des formes qu'aucun autre pays d'Europe n'a jamais connues, même durant les périodes les plus défavorables. Ces rémanences historiques ont tendu à disqualifier le pouvoir politique dans le domaine de la stabilité des prix. La Bundesbank est d'ailleurs une création des autorités alliées d'occupation, mise en place avant même que soit créé l'Etat fédéral de l'Allemagne de l'Ouest.
- En revanche, dans la plupart des autres pays industrialisés, la politique monétaire, et donc l'action de la banque centrale, sont, au début des années 1980 et à des degrés divers, soumises au pouvoir politique.

Concrètement, cela signifie que les décisions prises en matière de politique monétaire et, pour l'essentiel :

- Les objectifs annuels de croissance de la masse monétaire (ce sont des objectifs intermédiaires de la politique monétaire très utilisés à l'époque) ;
- les normes d'encadrement du crédit, lorsque ce système administré était en usage ;
- et bien sûr les taux de refinancement de la banque centrale, sont, in fine, de la responsabilité du ministre de l'économie et/ou des Finances.

La banque centrale est un rouage administratif, important certes, techniquement irremplaçable, mais qui doit fonctionner dans le cadre de directives et d'orientations dont elle n'est pas maîtresse, même si elle y est de plus en plus associée.

Cette conception est particulièrement forte en France où, aux termes de la Constitution, tout pouvoir vient du peuple, ce qui disqualifie les organismes qui ne procèdent pas de cette onction. Mais la France n'est pas unique ; en Angleterre, la Banque d'Angleterre est, peut-être plus encore, assujettie au pouvoir politique.

En Europe, quelques nuances peuvent être observées : aux Pays-Bas, en Suisse (Etat fédéral) les banques centrales jouissent de plus d'autonomie.

2.1.2/ L'évolution des esprits

Cette évolution a, schématiquement, procédé de phénomènes, perceptions et enjeux politiques divers :

- D'abord, le début des années 1980 a encore été marqué par une forte inflation, sans pour autant que la croissance économique soit très dynamique. Il apparaissait évident que les gouvernements étaient, à cette époque, impuissants à effectuer l'arbitrage optimum et que, lorsqu'il s'effectuait, cet arbitrage était plutôt défavorable à la stabilité des prix. Dans les pays où l'inflation reculait (Etats-Unis) ou ne dérapait pas (Allemagne), une réaction très énergique (hausse des taux d'intérêt vertigineuse aux Etats-Unis) était menée et seul un organisme indépendant avait pu l'oser ;
- Inversement et paradoxalement, la deuxième moitié des années 1980, durant laquelle la configuration économique a été différente, a été également favorable à la maturation de l'idée.

L'inflation a commencé à se décélérer fortement (sous l'impact notable de la baisse du prix du pétrole), puis a connu une nouvelle poussée de moindre ampleur, avec la forte croissance économique de la fin de la décennie, puis en Allemagne avec les conséquences de la réunification.

Dans les pays où les banques centrales n'étaient pas indépendantes, la pression du pouvoir politique s'était estompée, d'abord de crainte de revenir aux niveaux antérieurs de hausse des prix ; mais un autre facteur a joué : la financiarisation et la marchandisation croissantes des économies donnaient à la banque centrale, organisme techniquement le plus en prise sur ces phénomènes, un rôle bien plus important dans la politique économique que celui qu'elle détenait du temps où nombre d'économies étaient semi-administrées.

On peut dire qu'au début des années 1990, l'autonomie, sinon l'indépendance, de plusieurs grandes banques centrales étaient, de facto, une réalité.

Cela aurait pu être un frein vers une formalisation juridique supposée traumatisante ; cela ne semble pas avoir été le cas.

Bien entendu, la montée en puissance des marchés a également été un facteur clé. Dans les appréciations portées sur la crédibilité des politiques macroéconomiques, celle des pouvoirs publics dans le domaine de la lutte contre l'inflation est apparue plus faible que celle d'un organisme indépendant. Appréciation injuste dans bien des cas au moins dans une vision de court terme : au début des années 1990, le Gouvernement français avait donné suffisamment de gages de détermination à éradiquer l'inflation (non sans problème de consensus interne) pour qu'on puisse lui faire crédit. Mais c'est la pérennité d'une telle orientation qui n'était pas assurée.

Il est vrai que l'évolution des grandes démocraties se caractérise désormais par la nécessité de plus en plus impérieuse de la concertation avant toute décision ; concertation qui peut s'étendre à une multitude de corps, de groupes plus ou moins constitués et plus ou moins actifs, ce qui, dans bien des cas, freine cette prise de décision.

Un autre argument, sans doute plus ancré sur la réalité pour estimer que le pouvoir politique peut être relativement moins bien placé pour assurer la stabilité des prix et que les délais d'action de la politique monétaire sont longs : il faut donc une action persévérante, de moyen terme, pour la garantir. Soumis aux aléas des verdicts électoraux, les gouvernements sont, en infériorité, dans ce domaine.

Enfin, une évolution institutionnelle majeure devait, en Europe continentale, précipiter le mouvement ; il s'agit du traité de 1991 instituant l'union économique et monétaire. L'une des pierres angulaires de la politique monétaire unique a été l'indépendance de l'organisme en charge de la politique monétaire de l'union. Au-delà du souhait des pays

dans lesquels l'indépendance de la banque centrale ne se discutait pas et, au premier chef d'Allemagne, il était évident qu'un statut soumettant la politique monétaire du Système Européen de Banques Centrales aux directives des gouvernements nationaux et de la Commission européenne aurait abouti à une situation ingérable.

La France devrait d'ailleurs anticiper le mouvement en rendant la Banque de France indépendante dès le 1^{er} janvier 1994¹³⁸, soit bien avant l'entrée en union monétaire (prévue à l'époque, au mieux le 1^{er} janvier 1997). La pertinence du concept devait d'ailleurs dépasser le cadre des pays décidés à intégrer rapidement l'union monétaire puisqu'en 1997, le Gouvernement britannique modifiait profondément le statut de la banque d'Angleterre et lui conférerait l'indépendance pour la conception et la mise en œuvre d'une politique monétaire destinée à assurer la stabilité des prix.

2.1.3/ L'indépendance de la banque centrale dans les faits

L'indépendance de la banque centrale peut se définir et se décliner de la manière suivante :

- Dans les principes :
 - Elle ne s'applique qu'à la mission de la politique monétaire. Les autres tâches de la banque centrale, lorsqu'elles existent, ainsi que son statut juridique, ne sont pas affectés. Ainsi, les grandes banques centrales européennes (Banque de France et Banque d'Angleterre) demeurent des entreprises dont le capital est détenu par l'Etat et qui, dans leur gestion administrative, doivent des comptes à leur actionnaire ;
 - L'indépendance signifie que la banque centrale a la plus grande latitude pour réaliser la mission dont elle est investie, c'est-à-dire la stabilité des prix, que la banque centrale ait elle-même quantifié le concept de stabilité des prix (c'est le cas du Système Européen de Banques Centrales) ou que le gouvernement quantifie le concept (c'est le cas de la banque d'Angleterre) ou même que le concept ne soit pas du tout quantifié (cas du Federal Reserve System).

Choix des procédés de politique monétaire, moment des décisions, la banque centrale jouit d'une entière liberté dans ces domaines ;

¹³⁸ PATAT J-P, « Monnaie, système financier et politique monétaire », *Economica*, 2002, p 404.

- La deuxième caractéristique de l'indépendance est l'impossibilité pour les pouvoirs politique, exécutif ou législatif de renverser le cours des décisions prises par la banque centrale dans l'exercice de ses missions. Ni le président des Etats-Unis, ni le Congrès, ni la Cour suprême n'ont de moyen pour revenir sur les actions du Federal Reserve System. De même, la Commission européenne, le parlement européen, les gouvernements ou les parlements nationaux ne peuvent pas contrecarrer ou inverser la politique de l'Eurosystème.
- Dans les textes et dans les faits, trois dispositions statutaires principales garantissent l'indépendance de la banque centrale :
 - D'abord, bien sûr, la définition de la mission de stabilité des prix dont elle est garante ;
 - L'interdiction pour les dirigeants de la banque centrale, gouverneur ou président du conseil, d'accepter ou de solliciter des instructions de tout corps constitué : gouvernement, parlement, Commission européenne...
 - Enfin, la garantie de durée pour les dirigeants qui doivent bénéficier d'un mandat fixe, suffisamment long, qui ne peut être interrompu qu'au vu de circonstances tout à fait exceptionnelles (actes délictueux par exemple).
- L'environnement de l'indépendance

La mise en œuvre satisfaisante de la politique monétaire de stabilité des prix par une banque centrale indépendante dans ses décisions requiert un certain nombre de conditions propres à garantir la conformité de cette action avec les principes démocratiques :

- Tout d'abord la nomination de ses dirigeants doit procéder d'un processus démocratique écartant, par exemple, toute cooptation. C'est ainsi que le président de la Banque centrale européenne et les membres de son Directoire sont nommés par les chefs de gouvernements européens, nominations approuvées par le Parlement européen ;

- Ensuite, la gestion de la banque centrale, c'est-à-dire de la politique monétaire doit être collégiale. Il ne peut être question de laisser des décisions, qui peuvent être lourdes de conséquences pour le destin des peuples, aux mains d'une seule personne, le gouverneur, quelles que soient ses compétences.

Ce sont donc des conseils (de politique monétaire) qui prennent collectivement les décisions en matière de politique monétaire. Il y a là une différence fondamentale avec le fonctionnement des banques centrales non indépendantes. Dans la mesure où l'orientation générale ne leur appartient pas, le fait que les décisions relatives à la mise en œuvre de ces orientations puissent être prises par une seule personne est beaucoup moins choquant ;

- Enfin, les banques centrales indépendantes sont soumises à des exigences de responsabilité et de transparence vis-à-vis des corps démocratiquement élus.

En vérité, la responsabilité ne va pas jusqu'au bout. Les pouvoirs politiques ne peuvent altérer et encore moins inverser le cours de la politique monétaire. Ils peuvent cependant la juger, la critiquer et ont droit à toute l'information et toutes les explications nécessaires.

Cette exigence de transparence peut résulter de textes impératifs : le Président du Federal Reserve System est tenu de venir exposer sa politique deux fois par an à la chambre des représentants et au Sénat. Le président de la Banque Centrale Européenne est tenu de s'exprimer au moins une fois par an devant le Parlement européen.

La transparence résulte aussi de bonnes pratiques qui peuvent être encouragées par les textes : le Président de la Banque Centrale Européenne et les membres du Directoire sont auditionnés, en principe, avec une périodicité trimestrielle par le Parlement européen. Le Président du FED (Réserve fédérale des Etats-Unis) et les membres du Board de Washington sont de même, fréquemment auditionnés par le congrès.

Enfin, s'agissant de banques centrales fédérales, les dirigeants des banques centrales nationales sont très souvent amenés à expliquer, devant les corps constitués nationaux, voire devant les opinions publiques la conduite de la politique monétaire. C'est le cas pour les gouverneurs et présidents des banques centrales de l'Eurosystème.

Toutes ces pratiques sont en fait étroitement liées à la notion de crédibilité : la crédibilité vient de la légitimité des dirigeants, de la collégialité des décisions, de la transparence de l'action et de son explication. Ce dernier point est devenu crucial, car la politique monétaire aujourd'hui ressort autant, sinon plus, de l'art de la parole que de l'action.

2.2/ Mesures de l'indépendance de la banque centrale

Les mesures de l'indépendance de la banque centrale, comme celle de Grilli¹³⁹ et al. (1991), en distinguent différentes composantes. L'indépendance de la banque centrale est d'autant plus forte que les dirigeants de la banque centrale sont davantage protégés des pressions du pouvoir politique (« indépendance politique ») et que la banque centrale dispose effectivement des moyens de remplir ses missions (« indépendance économique »).

Comme éléments de l'indépendance politique, Grilli et al. Retiennent :

- **Les procédures de nomination des membres des instances dirigeantes** (gouverneur, sous-gouverneurs et autres membres du directoire pour les banques centrales qui en ont un) : ils doivent être nommés pour une durée longue et prédéterminée (les membres du directoire de la Fed sont nommés pour quatorze ans sans possibilité de renomination mais, parmi eux, le président, qui exerce un rôle prépondérant, et le vice-président sont nommés pour quatre ans et peuvent être renommés ; en revanche, les membres du directoire de la Banque Centrale Européenne, comme ceux de la Bundesbank, sont tous –y compris le président et le vice-président – nommés pour une période de huit ans sans pouvoir être renommés). En outre l'indépendance de la banque centrale est plus forte si le gouvernement n'intervient pas dans la nomination du gouverneur et des autres membres de l'instance de décision (le gouverneur peut ainsi être coopté par les membres du directoire), une disposition qui n'est retenue ni pour la Fed, ni pour l'Eurosystème ;
- **Les relations avec le gouvernement** : participation d'un membre du gouvernement aux réunions de l'instance de décision et possibilité pour le gouvernement de s'opposer à l'adoption d'une décision (il n'y a pas de représentant du gouvernement

¹³⁹ Vittorio Umberto Grilli (1957) est un économiste, haut fonctionnaire et homme politique italien. Il devient, en 2002, directeur de la comptabilité générale de l'Etat du ministère de l'économie et des finances, avant d'être nommé, en 2005, directeur général du Trésor.

aux réunions du Federal Open Market Committee (FOMC¹⁴⁰, en français : le comité fédéral d'open market) ; en revanche, le président du conseil Ecofin et un commissaire européen peuvent assister aux réunions du Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne ; dans les deux cas, les décisions de l'instance dirigeante sont exécutoires) ;

- **L'aspect « constitutionnel »** : inscription dans la constitution ou à défaut dans les statuts de la banque centrale de la stabilité des prix comme l'objectif de la politique monétaire (dans le cas de la Banque Centrale Européenne, l'inscription dans le traité de Maastricht équivaut à une disposition constitutionnelle en raison de la lourdeur de la procédure de modification des traités communautaires) et existence d'une procédure transparente de résolution de conflit entre la banque centrale et le gouvernement.

Comme éléments de l'indépendance économique, Grilli et al. font intervenir :

- La facilité avec laquelle le gouvernement peut obtenir accès à un financement par la banque centrale soit directement, soit par l'achat de titres publics sur le marché primaire (les deux procédures sont interdites par le traité de Maastricht aux banques centrales de l'Eurosystème) ;
- La nature des instruments sous le contrôle de la banque centrale ; fixation du taux directeur (le taux d'escompte chez Grilli et al.) et absence de responsabilité ou responsabilité partagée avec le gouvernement dans le contrôle bancaire, dans la mesure où, selon Grilli et al. , cette responsabilité pourrait être utilisée pour faire pression sur les banques afin qu'elles détiennent des titres publics.

Cette classification peut prêter à discussion :

- Certains critères ne semblent pas cohérents ou devraient être hiérarchisés. Il est ainsi permis de se demander quelle peut être l'indépendance véritable dans la fixation du taux directeur d'une banque centrale dont le gouverneur peut être renvoyé à tout moment. Dans les mêmes circonstances, on ne voit pas à quoi peut servir une procédure, même « transparente », de gestion des conflits ;

¹⁴⁰ Le FOMC est un organe de la Réserve fédérale américaine, chargé du contrôle de toutes les opérations d'open market aux Etats-Unis.

- la classification a vieilli ou était même déjà obsolète sur certains points lorsqu'elle a été appliquée. La place occupée par le financement des dépenses publiques par la banque centrale (quatre critères) est disproportionnée par rapport à la fixation du taux directeur (un critère) qui n'était d'ailleurs déjà souvent plus le taux d'escompte (cela explique le paradoxe que certaines banques centrales, peu indépendantes, aient eu à l'époque la capacité de fixer ce taux). A l'inverse, la présence de la banque centrale dans le domaine des études économiques, en particulier dans son domaine d'intérêt, n'est pas prise en compte ;
- Certains critères sont utilisés de manière mécanique ; ainsi l'exercice du contrôle bancaire par la banque centrale lui donne accès à des informations qui peuvent être utiles pour la conduite de la politique monétaire.

Pour autant, au moment où Grilli et al. (1991) utilisent leur mesure de l'indépendance de la banque centrale, leurs résultats sont conformes à l'intuition : sur les dix-huit banques centrales de pays développés qu'ils étudient, celle qui apparaît la plus indépendante est la Bundesbank, suivie par les banques centrales de la Suisse, des Etats-Unis, du Canada et des Pays-Bas.¹⁴¹

2.3/ Les effets macroéconomiques

De nombreux travaux empiriques ont été consacrés aux effets de l'indépendance de la banque centrale sur l'inflation, la croissance et le chômage. Les résultats vont généralement dans le sens suivant : l'inflation est plus faible là où la banque centrale est indépendante et cette performance a priori ne se paie ni en termes de croissance, ni en termes d'emplois. Cependant, il faut relativiser ces résultats puisque les estimations apparaissent sensibles à la spécification de l'autonomie (critères utilisés), aux indicateurs utilisés (quel prix faut-il retenir pour un objectif de stabilité monétaire et comment intégrer la notion de stabilité financière s'il devient un objectif ?) et à la période d'analyse retenue. Par ailleurs, les calculs ne peuvent pas être réalisés en isolant les actions de politique monétaire des autres actions de politique économique. Les résultats obtenus (taux d'inflation, taux de chômage...) sont aussi influencés par ces dernières actions. Les instruments de politique économique ne peuvent être séparés.

¹⁴¹ DRUMETZ F, PFISTER C, « Politique monétaire », De boeck, 2011, p 42.

De plus, pour de nombreux pays, il n'y a pas séparabilité possible entre les instruments monétaires interne et externe (le taux de change). L'indépendance de la banque centrale est souvent conditionnée par le régime de change (choix qui est du ressort du gouvernement). En changes fixes, la littérature retient le triangle d'incompatibilité, c'est-à-dire qu'on ne peut pas avoir autonomie de la banque centrale, mobilité des capitaux et stabilité du taux de change.

Enfin, d'autres travaux empiriques testent la relation indépendance-crédibilité. Dans ce cadre, les notions sont aussi difficiles à définir. Pour la crédibilité, par exemple, on étudie la pente de la courbe des taux puisque le différentiel entre les taux longs et courts peut être considéré comme une mesure des anticipations d'inflation. De même, les écarts de taux peuvent être influencés par d'autres variables comme le niveau d'endettement de l'Etat. En cas d'endettement élevé, les opérateurs demandent une prime plus ou moins forte qui se traduit sur les taux.

Il existe donc un débat théorique et empirique important dans la littérature sur le lien indépendance et crédibilité et donc sur les liens indépendance-engagement, indépendance transparence, indépendance-conservatisme. Ces liens sont plus ou moins relâchés par les études sans pour autant contester la notion d'indépendance de l'Institut d'émission.

Le résultat macroéconomique le plus connu est que l'indépendance de la banque centrale est corrélée négativement au niveau moyen de l'inflation et à sa volatilité, comme entendu, mais aussi qu'elle ne semble pas affecter l'économie réelle, qu'il s'agisse de la croissance économique moyenne ou de sa volatilité.

La question a fait l'objet de travaux empiriques nombreux mettant en évidence le lien qui s'établit entre le degré d'indépendance des banques centrales et le niveau moyen d'inflation. Au départ, l'idée d'un tel rapprochement était venue des performances anti-inflationnistes de la Suisse et de l'Allemagne, pays ayant laissé à leurs banques centrales respectives la plus large autonomie. Des recherches plus systématiques portant sur des pays plus nombreux ont été entreprises pour confirmer cette observation.

Le résultat, obtenu par Grilli et al. (1991) sur dix-huit économies développées au cours de la période 1950-1989 et confirmé par Alesina¹⁴² et Summers¹⁴³ (1993) sur quinze des mêmes économies –les plus importantes- plus la Suède sur la période 1955-1988, semble contraire à l'approche du banquier central « conservateur » à la Rogoff. Fisher (1995) suggère trois explications à ce paradoxe apparent :

- Les banques centrales les plus indépendantes pourraient être « meilleures » à stabiliser l'économie que les banques centrales moins efficaces et donc se rapprocher davantage de la frontière stabilisation-efficacité ;
- La politique budgétaire pourrait être plus disciplinée dans les pays avec davantage d'indépendance de la banque centrale (cette explication est toutefois niée par Grilli et al. (1991) ;
- Les performances économiques en matière à la fois d'inflation et de croissance pourraient être affectées par des chocs qui diffèrent entre les pays.

Alesina et Gatti (1995) ont également avancé l'hypothèse que la plus grande variabilité de l'activité économique attachée au banquier central « conservateur » pourrait être compensée par la disparition d'une source d'incertitude grâce à la protection des pressions politiques apportée à la politique monétaire par l'indépendance de la banque centrale. Fisher (1995) remarque toutefois qu'à moins que les lois n'aient aucun rapport avec les performances économiques, quiconque désirant réduire l'inflation serait bien avisé de soutenir activement l'indépendance de la banque centrale. D'ailleurs, il n'est pas arrivé qu'un pays ayant accordé l'indépendance à sa banque centrale la lui retire.

La liaison entre l'indépendance et le taux de croissance moyen à long terme n'apparaît pas significative. Les pays ayant les banques centrales indépendantes n'ont apparemment ni avantage ni désavantage en ce qui concerne leurs perspectives de croissance ce qui laisse aussi planer un doute sérieux sur une éventuelle liaison entre la croissance et le niveau de l'inflation elle-même.

¹⁴² Alberto Alesina (1957) est un économiste italien, qui a principalement travaillé dans le champ de l'économie politique et enseigne actuellement à l'Université d'Harvard.

¹⁴³ Lawrence Henry Summers (1954) est un économiste et homme politique américain. Son apport dans plusieurs domaines en sciences économiques lui valut la médaille John Bates Clark, en 1993.

Un autre résultat connu est que l'indépendance de la banque centrale serait corrélée positivement au ratio de sacrifice (Ball, 1994) ; non seulement il n'y aurait pas de gain de crédibilité lié à l'indépendance de la banque centrale sur le marché du travail, mais encore l'indépendance de la banque centrale rendrait la désinflation plus coûteuse. Une explication pourrait être que les banques centrales indépendantes luttent contre une inflation en moyenne plus faible et donc qu'elles opèrent dans un contexte macroéconomique où la courbe de Phillips serait quasi plate. En fait, reprenant les quatre-vingt-un épisodes de désinflation étudiés par Ball (1994) parmi les pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques les moins inflationnistes –au sens où leur inflation tendancielle est restée inférieure à 20% depuis 1960-, Caporale (2008) trouve que, en contrôlant d'un certain nombre de facteurs standard, comme le niveau initial de l'inflation, sa variation au cours de l'épisode de désinflation, l'ouverture économique du pays, et aussi l'orientation politique du gouvernement (une orientation de droite étant supposée davantage anti-inflationniste), l'indépendance de la banque centrale n'a pas d'influence significative sur le ratio de sacrifice. Ils interprètent ce résultat comme montrant soit que la courbe de Phillips n'est pas plate à bas niveau d'inflation, soit que ce profil plat est compensé par un gain de crédibilité.

2.4/ La responsabilité de la banque centrale

La responsabilité peut se définir comme « l'obligation pour une banque centrale indépendante de justifier et d'expliquer ses décisions aux citoyens et à leurs représentants élus » (Banque Centrale Européenne, 2002). Elle est parfois présentée comme un moyen d'éviter que la banque centrale ne soit trop indépendante, ce qui pourrait la conduire par exemple à négliger complètement la stabilisation de la production ou à ne pas suffisamment prendre en compte les interactions entre la politique monétaire et les politiques économiques. Néanmoins, comme le note Fisher (1995), l'argument décisif, dans une société démocratique, est que la responsabilité est « essentielle pour que la politique monétaire soit à la fois protégée de pressions politiques inappropriées et sensibilisée aux besoins réels du public ». A cette fin, il est prévu que les banques centrales fassent, au moins annuellement, rapport aux autorités politiques (président de la Chambre des représentants pour la Fed ; Parlement européen, Conseil, Commission et Conseil européen pour la BCE ; ministre des Finances qui le présente au Parlement britannique pour la Banque d'Angleterre et qui le transmet à la Diète pour la Banque du Japon) et qu'elles publient, à une fréquence semestrielle ou trimestrielle, des rapports d'activité, ainsi qu'un état de leur situation financière, en général hebdomadaire. En outre, le plus souvent sans y être obligées par la loi, elles publient un bulletin trimestriel ou

mensuel où elles exposent leurs décisions et les justifient et offrent un accès en ligne, grâce à leurs sites internet, à leurs communiqués de presse, aux discours de leurs dirigeants et à leurs publications. Surtout, leurs dirigeants sont invités à s'exprimer devant les élus, à la fois régulièrement et à l'initiative de ces derniers. Ainsi, le président de la BCE présente le rapport annuel de la BCE au Parlement européen réuni en session plénière et rend compte, quatre fois par an, à la Commission économique et monétaire du Parlement européen qui entend aussi les autres membres du Directoire. Aux Etats-Unis, le président de la Fed présente les rapports semestriels de sa banque centrale aux commissions de la Chambre des représentants et du Sénat (il en va de même pour le gouverneur de la Banque du Japon devant les commissions parlementaires des deux chambres de la Diète) et les auditions se tiennent chaque année sur la politique monétaire et les perspectives économiques devant la Commission économique mixte du Congrès américain. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre et les autres membres de son Comité de politique monétaire présentent des rapports trimestriels à la Commission du Trésor de la Chambre des communes ; en outre, la cible d'inflation de la Banque d'Angleterre étant fixée par le Trésor britannique, le gouverneur doit écrire une lettre ouverte au chancelier de l'Echiquier si l'inflation s'écarte de plus d'un point de pourcentage de la cible. Enfin, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande fournit l'exemple d'une forme d'application de la relation principal-agent, le ministre des Finances pouvant proposer au chef de l'Exécution de renvoyer le gouverneur s'il estime qu'il n'a pas déployé les efforts nécessaires pour atteindre la cible d'inflation qui lui a été fixée ; cette disposition n'a toutefois jamais été appliquée.

Selon la théorie économique standard, l'indépendance d'une banque centrale est le moyen d'éviter l'absence de crédibilité et le biais inflationniste, ainsi l'autorité pourra plus facilement fixer une règle et s'y tenir sur le long terme, alors que les gouvernements ont des objectifs multiples et sont influencés par le cycle électoral. L'analyse de la littérature associée à la question d'indépendance de la banque centrale et du rôle que cette indépendance joue en faveur de la stabilité des prix conduit à admettre que la condition à remplir en priorité est que la banque centrale renvoie une indépendance de moyens et nullement une indépendance d'objectifs, ces derniers devant être définis par le gouvernement.

Section 3 : Communication et transparence

La transparence est une condition d'efficacité de la politique monétaire, elle se traduit par des actions de communication.

Si cette politique est lisible, elle contribue à stabiliser les anticipations des agents économiques, qui l'acceptent plus facilement.

La responsabilité, c'est-à-dire la nécessité pour la Banque centrale d'expliquer et justifier ses décisions, est la contrepartie de son indépendance.

3.1/ Les arguments en faveur de la transparence

Les banquiers centraux avaient jadis la réputation d'être impénétrables, comme en témoigne la célèbre boutade d'Alan Greenspan¹⁴⁴ répondant à un sénateur qui déclarait avoir compris ce qu'il venait de dire : « Si vous avez compris ce que je viens de dire, c'est que vous ne m'avez peut-être pas bien entendu ». De nos jours, bien des banques centrales commencent à privilégier la clarté dans l'explication de leurs objectifs et décisions au public. Ce n'est toutefois qu'à partir du milieu des années quatre-vingt-dix, une fois le consensus établi sur l'objectif de stabilité des prix et les banques centrales qui ne l'étaient pas encore rendues indépendantes, que la transparence devient de leur part un choix délibéré.

Jusqu'en 1994, la Fed refusait de dévoiler aux marchés financiers le taux des fonds fédéraux qu'elle ciblait, poussant les opérateurs à spéculer sur le caractère expansif ou non de la politique monétaire future, alimentant ainsi la volatilité des taux sur les différents compartiments du marché du crédit.

« Avant 1994, la Fed refusait de confirmer publiquement l'existence d'un objectif opérationnel pour le taux des fonds fédéraux alors que la pratique actuelle consiste à publier immédiatement une déclaration après chaque réunion du Federal Open Market Committee pour annoncer le taux ciblé»¹⁴⁵.

¹⁴⁴ Alan Greenspan (1926) économiste américain a été le président de la Réserve fédérale du 11 août 1987 au 31 janvier 2006.

¹⁴⁵ M. Woodford, «Central Bank Communication and Policy Effectiveness», Federal Reserve Bank of Kansas City, août, 2005, p. 8. MASSAËR MARONE, « systèmes financiers et canaux de transmission de la politique monétaire », 1 octobre 2010, Université de Bourgogne, p 175.

Ce manque de clarté, amplifiait la volatilité des variables macroéconomiques, notamment, les taux d'intérêt et le niveau de l'inflation. A partir de 1994, les banquiers centraux vont progressivement rendre leurs actions davantage prévisibles. Si l'effet de surprise et les discussions en secret sont révolus, la communication des banquiers centraux s'organise et se peaufine minutieusement. Aucune improvisation ne semble être tolérée avec la stratégie d'ouverture qui se profile à l'horizon.

On peut accroître l'efficacité de la politique monétaire si le public connaît et comprend les objectifs et les instruments de cette politique, et si la banque centrale s'engage de manière crédible à les atteindre.

« Une banque centrale transparente révèle au public l'ensemble de l'information dont elle peut disposer et dont les agents économiques privés ne disposent pas spontanément »¹⁴⁶.

La transparence des banques centrales peut porter sur diverses composantes de leurs activités ou de leurs choix.

Les arguments en faveur de la transparence relèvent de deux catégories (Blinder et al., 2001 ; Woodford, 2005) : la première, de nature essentiellement politique, se rapporte à la responsabilité de la banque centrale ; la deuxième est de nature économique et considère la transparence comme un outil au service d'une politique monétaire efficace. La banque centrale a particulièrement intérêt à se doter d'une stratégie de communication : elle s'interroge sur l'information dont le public avec qui elle s'efforce de communiquer, à commencer par les participants de marché, a le plus besoin et sur la meilleure manière d'expliquer ce qu'elle cherche à leur dire.

L'utilité de la communication découle de ce que la banque centrale ne contrôle directement que les taux d'intérêt à très court terme - le taux d'intérêt au jour le jour- alors que les taux d'intérêt des échéances plus lointaines et, de manière liée, les prix des actifs, jouent un rôle beaucoup plus important dans l'économie¹⁴⁷. Le contrôle d'une échéance courte

¹⁴⁶ ARTUS Patrick, « Politique monétaire », Ed Economica, 2001, P 69.

¹⁴⁷ C'est-à-dire que les taux d'intérêt longs sont déterminés par les anticipations des agents du marché sur la trajectoire à venir des taux à court terme fixés par la banque centrale. En traçant une trajectoire pour les taux courts à venir, et en la communiquant clairement au marché, on pense que la banque centrale peut influencer les anticipations du marché, et par suite affecter les taux de crédit immobilier, ceux du crédit aux entreprises

n'est donc utile que dans la mesure où il permet d'influencer la courbe des rendements. Or les deux sont liés à travers la théorie des anticipations. C'est donc principalement par ses opérations de communication que la banque centrale, influençant les anticipations que les agents forment de trajectoire future des taux d'intérêt à court terme, exerce un impact sur l'économie. Dans cette perspective, l'activité de banque centrale consiste, pour l'essentiel, en une gestion des anticipations : lorsqu'elle réussit, cette gestion conduit, dans une large mesure, à ce que les marchés font le travail de la banque centrale à sa place, en ce sens que les variations de taux d'intérêt au jour le jour requises pour atteindre un objectif donné peuvent être beaucoup plus modestes lorsque les taux anticipés changent aussi.

La gestion des anticipations est considérée par de nombreux grands économistes spécialistes des questions monétaires au sein de l'école des anticipations comme la tâche principale de la politique monétaire. Pour Svensson¹⁴⁸ (2004), « la politique monétaire consiste dans une large mesure à diriger les anticipations », tandis que selon la formule de Woodford (2003), « non seulement les anticipations comptent dans les décisions de politique, mais, au moins pour ce qui concerne les conditions actuelles, très peu de choses comptent en dehors d'elles ». Ces arguments ont été exprimés avec une particulière clarté par Ben Bernanke (président de la Fed pour deux mandats jusqu'au 31 janvier 2014) dans un discours de politique générale intitulé « Logique de la politique monétaire ». Il y explore l'analogie entre conduire une voiture et manœuvrer l'économie à travers la politique monétaire. L'économie est une voiture et le Comité de l'Open Market de la Fed (FOMC) est le conducteur, les actions de la politique monétaire s'apparentent à des coups d'accélérateur ou de frein visant à stimuler ou à ralentir l'économie selon les circonstances et en fonction de l'Etat de l'économie. Bernanke remarque que cette analogie a beau être séduisante à première vue elle ne tient pas, du fait de l'importance des anticipations sur les actions à venir de la banque centrale. Si l'on compare l'économie à une voiture, ce serait une voiture dont la vitesse à un moment donné ne dépend pas de la pression exercée sur l'accélérateur à ce moment précis, mais plutôt de la pression moyenne attendue exercée sur l'accélérateur durant le reste du trajet.¹⁴⁹

ainsi que d'autres prix ayant un impact direct sur l'économie. Avec ces leviers qu'elle peut utiliser pour agir sur les taux longs, la politique monétaire opère selon la fonction de demande agrégée, selon des grandeurs telles que la consommation et l'investissement.

¹⁴⁸ Lars E.O. Svensson (1947) est un économiste suédois. Il a publié des recherches dans la macroéconomie, notamment les politiques économiques et le commerce international.

¹⁴⁹ SOLOW Robert, « Les banques centrales sont-elles légitimes ? », Ed Albin Michel, 2008, p 138.

En plus de l'argument selon lequel la politique monétaire est plus efficace lorsque les banques centrales dévoilent la trajectoire de leurs politiques de taux à venir, on a également un argument qui fait appel à la cohérence. Rudebusch¹⁵⁰ et Williams¹⁵¹ (2006) étudient la pratique actuelle de certaines banques orientées vers le ciblage de l'inflation, visant à atteindre les prévisions d'inflation et d'écart de production fondées soit sur la trajectoire de la politique de taux telle qu'elle se révèle dans les prix du marché des contrats futurs à taux courts. Si la banque centrale sait que ses propres prévisions dévient de l'une de ces trajectoires, ou des deux à la fois, alors les prévisions sur l'inflation et l'écart de production comportent une incohérence. Ainsi, en plus des raisons liées à l'efficacité de la politique, même du point de vue de la cohérence, il est souhaitable que soient dévoilées les décisions de politique anticipées.

Par rapport au cadre théorique de référence, dans sa forme la plus simple, il existe trois caractéristiques qui donnent un rôle potentiel à la communication pour rendre la politique monétaire plus efficace :

- Les anticipations ne sont pas rationnelles, au sens où les décisions économiques obéiraient à un seul comportement d'optimisation. Si ces décisions relèvent d'un comportement heuristique, King (2005) argumente que la communication peut aider le public à choisir la bonne sorte d'heuristique, à savoir d'attendre à ce que l'inflation soit égale à sa cible ;
- la banque centrale ne suit pas une règle ou bien cette règle n'est pas crédible. De fait les banques centrales ne prennent que des engagements conditionnels dans la conduite de la politique monétaire et ne le font que dans des circonstances exceptionnelles ;
- il existe des asymétries d'information entre la banque centrale et le public.

L'énumération de ces conditions montre qu'une communication est susceptible de jouer un rôle positif principalement comme facteur réducteur d'incertitude et comme adjuvant à la crédibilité, cette dernière étant à son tour un facteur clé d'une politique monétaire

¹⁵⁰ Glenn D. Rudebusch est vice Président exécutif et directeur des recherches économiques à la Réserve fédérale de San Francisco depuis 2011.

¹⁵¹ John Carroll Williams (1962) est Président et Chef Exécutif de la réserve fédérale de San Francisco.

efficace. Par ailleurs, comme chacune de ces conditions est dans la réalité plutôt la règle que l'exception, il n'est pas étonnant qu'en réponse à une enquête auprès de trente-deux banques centrales membres de la BRI, ces dernières citent, comme raisons les plus importantes de communiquer, le souci d'assurer une meilleure responsabilité, mais aussi de mieux faire comprendre aux marchés les objectifs de la politique monétaire et celui de guider les anticipations.

- **Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière** (Adopté par le Comité intérimaire le 26 septembre 1999)

Dans le contexte du renforcement de l'architecture du système monétaire et financier international, le Comité intérimaire a demandé au Fonds Monétaire International, dans ses communiqués d'avril et d'octobre 1998, de mettre au point, en coopération avec les institutions appropriées, un Code de bonnes pratiques en matière de transparence des politiques monétaire et financière. En collaboration avec la Banque des règlements internationaux et en consultation avec un groupe représentatif de banques centrales, d'organes financiers et d'organisations internationales et régionales concernées ainsi que plusieurs experts universitaires, le Fonds Monétaire International a établi un Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière. Ce Code est semblable au Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques mis au point par le Fonds Monétaire International et adopté par le Comité intérimaire en avril 1998.

Le code s'articule sur quatre grands principes :

- Définition claire des rôles, des responsabilités et des objectifs. Les objectifs de la banque centrale en matière de politique monétaire doivent être clairement définis, communiqués au public et inscrits dans la loi. Les relations institutionnelles entre les politiques monétaire et budgétaire doivent être clairement définies, de même que les cas où la banque centrale fait office d'agent pour le compte du gouvernement. Quant aux organismes financiers, leurs objectifs et cadres institutionnels doivent être clairement définis, de préférence dans une législation ou une réglementation pertinentes, et le rôle des organismes de supervision des systèmes de paiement doit être du domaine public.

- Transparence du processus d'élaboration et d'annonce des décisions de politique monétaire. La banque centrale doit rendre publics le cadre, les instruments et les indicateurs éventuellement utilisés pour atteindre ses objectifs. La structure de ses instances délibérantes doit être rendue publique, leurs décisions devant être communiquées dans des délais raisonnables. Des déclarations périodiques doivent être publiées sur les progrès accomplis dans la poursuite des objectifs de la politique monétaire. La conduite de la politique financière par les organismes financiers doit être transparente et compatible avec les impératifs de confidentialité et d'efficacité. Les organismes financiers doivent aussi publier des rapports périodiques sur l'état d'avancement de la mise en œuvre des politiques.

- Accès du public à l'information sur la politique monétaire. La banque centrale doit présenter l'information sur la politique monétaire conformément aux normes du Fonds Monétaire International pour la diffusion des données et son bilan doit être du domaine public. La banque centrale doit établir et maintenir des services d'information publique. Les organismes financiers doivent publier périodiquement des rapports sur l'évolution du système financier, communiquer régulièrement et en temps utile des données agrégées, mettre les textes des règlements et des directives à la disposition du public, et divulguer les mesures spéciales de sauvegarde telles que les régimes d'assurance dépôt et les dispositifs de protection des consommateurs.

- Obligation de rendre compte et garantie d'intégrité. Les cadres dirigeants de la banque centrale doivent comparaître périodiquement devant une autorité publique désignée pour rendre compte de la conduite, des résultats obtenus et des perspectives de la politique monétaire. La banque centrale doit également donner des assurances sur l'intégrité de ses opérations et de ses responsables en publiant des états financiers vérifiés et des informations sur ses dépenses et ses recettes d'exploitation, et en divulguant les règles de conduite de ses responsables. Le Code suggère des pratiques similaires pour amener les dirigeants des organismes financiers à rendre compte de leurs actes.

Le Fonds Monétaire International a publié un document d'accompagnement pour guider les pays dans l'application des principes énoncés dans le Code. Ce document décrit de

manière plus exhaustive les pratiques de transparence et leur raison d'être, et donne des exemples d'application par les banques centrales et les organismes financiers.

Dans une première étape d'application du Code, le Fonds Monétaire International encourage les autorités nationales à participer à une évaluation détaillée de la transparence des politiques monétaire et financière dans le cadre de leur participation au Programme d'évaluation du secteur financier (PESF), évaluation complète des systèmes financiers d'un pays. Il s'agit d'un examen détaillé des principes de transparence, donnant lieu à un rapport sur l'observation des normes et codes (RONC), et couronné par un rapport sommaire. Celui-ci contient un commentaire des services, assorti de recommandations classées par ordre de priorité et visant à améliorer l'observation.

À la date de février 2014, 94 pays avaient fait l'objet d'une évaluation de la transparence portant sur leur politique monétaire ou leur politique financière, ou bien encore sur ces deux domaines. À ce jour 54 pays ont publié leur RONC sur le site Internet du FMI (la publication est facultative).

3.2/ Les raisons de limiter la transparence

Nous allons présenter les raisons pour lesquelles une banque centrale ne communique pas sur tel ou tel aspect de la définition ou de la conduite de sa politique monétaire. Ces arguments sont : la banque centrale peut souhaiter se réserver la possibilité de créer des surprises d'inflation ; elle ne devrait pas diminuer le bien-être en diffusant des informations imprécises ; elle ne devrait pas mettre son indépendance en danger.

3.2.1/ Surprises d'inflation

Cet argument est développé par Cukierman¹⁵² et Meltzer¹⁵³ (1985), n'est rappelé que pour mémoire dans la mesure où il repose sur les deux hypothèses suivantes (Goodfriend, 1985) : la banque centrale accorde un prix à de telles surprises permettant d'obtenir un surcroît temporaire d'activité et ses préférences sont au moins en partie une information privée. Or ces deux hypothèses sont en contradiction avec la doctrine qui fait aujourd'hui consensus : les banques centrales sont indépendantes afin de poursuivre un objectif de stabilité des prix, en contrepartie de quoi l'obligation de responsabilité leur impose de montrer qu'elles s'emploient à remplir leur mandat. L'argument des surprises d'inflation présente

¹⁵² Alex Cukierman professeur en économie.

¹⁵³ Allan H. Meltzer (1928) est un économiste américain.

l'intérêt de faire ressortir que les banques centrales doivent être transparentes afin que l'on puisse vérifier leur engagement (Woodford, 2005).

3.2.2/ Réduction du bien-être

L'argument que la diffusion d'informations imprécises par la banque centrale est de nature à réduire le bien-être est exposé par Morris¹⁵⁴ et Shin¹⁵⁵ (2002). La conclusion de leur analyse semble être que la banque centrale ne devrait pas se prononcer sur un sujet qu'elle connaît moins bien que les agents privés. Aussi, elle ne devrait pas émettre une information dont le rapport signal/bruit serait proche de zéro, comme ce que Blinder (2004) dénomme une « cacophonie » dans la communication de la Banque Centrale. La première raison citée par les banques centrales pour ne pas communiquer plus est de présenter une vue consensuelle. Plus généralement, Cukierman (2009) et Woodford (2005) recommandent aux banques centrales de communiquer de manière utile. A cette fin, Issing¹⁵⁶ (2005) et Mishkin (2004), qui ont la double expérience d'universitaire et de banquier central, suggèrent qu'un attribut primordial de la communication est qu'elle reste dans toute la mesure du possible claire et simple.

3.2.3/ Préservation de l'indépendance

Cet argument est cité par Mishkin (2004) qui le récuse pour deux raisons : cultiver le secret est par nature non démocratique de la part d'une banque centrale ; à long terme, celle-ci ne peut pas fonctionner sans le soutien du public. A rebours, Cukierman (2009) suggère qu'un haut niveau de transparence peut, d'une manière générale, faciliter l'exercice d'une influence politique et compliquer l'atteinte de la stabilité des prix.

3.3/ Classification de la transparence

Les travaux universitaires sur la transparence en ont catalogués différents types.

3.3.1/ Transparence sur les objectifs et la stratégie

« La communication sur l'objectif aide à fixer l'état permanent de l'économie, le point final vers lequel l'économie tend spontanément une fois les chocs dissipés. La communication sur la stratégie aide à expliquer la manière dont la politique monétaire se

¹⁵⁴ Stephen Morris est un professeur d'économie à Princeton University.

¹⁵⁵ Hyun Song Shin est un économiste Sud coréen .

¹⁵⁶ Otmar Issing (1936) est un économiste allemand. Associé à l'Université Johann Wolfgang Goethe de Francfort-sur-le-Main, il est de 1990 à 1998, membre du conseil d'administration de la Deutsche Bundesbank et, de 1998 à 2006, membre du Comité exécutif de la Banque centrale européenne. Il développe l'approche des « deux piliers » en politique monétaire.

comporte en dehors de l'état permanent, comment elle répond aux chocs et frictions afin de faciliter le retour de l'économie à son état permanent. La communication sur les principes qui gouvernent la stratégie rend le processus d'ajustement plus rapide et moins douloureux ». Trichet¹⁵⁷ (2008). D'un point de vue analytique, la communication sur les objectifs et la stratégie devrait prendre la forme d'une règle énoncée publiquement mais même les partisans les plus fervents de la transparence admettent que cela n'est pas possible, pour des raisons de principe et pour des motifs plus empiriques.

3.3.2/ Transparence de l'analyse économique

La communication sur l'analyse économique est très répandue puisque de nombreuses publications des banques centrales (rapports annuels, rapports sur l'inflation, bulletins) et prises de parole de leurs dirigeants (discours, entretiens, auditions) lui sont consacrées au moins en partie. En outre, 84% des banques centrales interrogées par la Banque des Règlements Internationaux publient des projections économiques.

3.3.3/ Transparence de la décision

Toutes les grandes banques centrales émettent un communiqué à l'issue de la réunion de leur comité, que les taux d'intérêt soient modifiés ou pas, afin de faire connaître immédiatement leur décision. L'explication de cette dernière est en général fournie par le communiqué ou par une conférence de presse qui suit rapidement sa publication. Le communiqué inclut parfois l'indication du vote individuel mais celle-ci, lorsqu'elle est rendue publique, figure le plus souvent dans les minutes publiées plus tard.

3.3.4/ Transparence sur les orientations

La transparence sur les orientations peut prendre deux formes principales : fourniture d'indications à court terme et publication d'une trajectoire future de taux d'intérêt.

Cette classification montre que la transparence est un concept multidimensionnel, regroupant à la fois plusieurs notions. D'ailleurs, rares sont les banques centrales qui répondent à tous les points dressés dans cette nomenclature. Pour preuve, en s'appuyant sur cette nomenclature, Eijffinger et Geraats (2006) ont établi une classification des principales banques centrales de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques.

¹⁵⁷ Jean-Claude Trichet (1942) est un haut fonctionnaire français. Après avoir été directeur du Trésor de 1987 à 1993, gouverneur de la Banque de France de 1993 à 2003, il fut président de la Banque centrale européenne de 2003 à 2011.

Dincer¹⁵⁸ et Eichengreen¹⁵⁹ (2009) utilisent l'indice de transparence d'Eijffinger et Geraats¹⁶⁰ (2006). Ils étudient cent banques centrales sur la période de 1998-2006. Minegishi et Courmède¹⁶¹ (2009) restreignent leur étude à onze banques centrales de la zone OCDE entre 1999 et la mi-2006. Les deux études font apparaître des résultats convergents :

- Les trois banques centrales les plus transparentes sont, dans l'ordre décroissant, la Riksbank, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande et la Banque d'Angleterre ; plus généralement, les banques centrales qui ciblent l'inflation apparaissent plus transparentes que celles qui ne le font pas, ce que confirme l'enquête de la BRI auprès des banques centrales ;
- il existe une tendance générale à plus de transparence. Ainsi, selon Dincer et Eichengreen, seulement dix banques centrales sont restées au même niveau de transparence entre 1998 et 2006, les quatre vingt-dix autres devenant plus transparentes.

Tableau 1: Degré de transparence des banques centrales de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques

Pays	Indice
Nouvelle-Zélande	14
Suède	14
Angleterre	13
Canada	10,5
BCE	10,5
Fed	10
Australie	9
Japon	8

¹⁵⁸ Nazire Nergize Dincer, professeur d'économie à TED University, Ankara, Turquie.

¹⁵⁹ Barry Eichengreen (1952) est un économiste américain. Il est professeur d'économie et de science politique à l'Université Berkeley où il enseigne depuis 1987. C'est un spécialiste du système monétaire et financier international tant dans ses aspects historiques que présents.

¹⁶⁰ Petra Maria Geraats, University lecturer à la faculté d'économie, Université de Cambridge, depuis 2000.

¹⁶¹ Boris Courmède est le directeur de l'unité politique monétaire au département économie de l'OCDE.

Suisse	7,5
--------	-----

MASSAËR MARONE, « systèmes financiers et canaux de transmission de la politique monétaire », 1 octobre 2010, thèse de doctorat, Université de Bourgogne, p 177.

Source: Sylvester C.W.Eijffinger et Petra M. Geraats

Seules les banques centrales de la Nouvelle-Zélande, de la Suède et de l'Angleterre arrivent à obtenir un très bon score (14 points). Les autres institutions, dont la Fed et la Banque Centrale Européenne, tournent autour de 10 points. Toutefois, on peut souligner que les trois institutions, bénéficiant d'une bonne notation, font partie des pays qui ont adopté une cible numérique d'inflation¹⁶².

En acceptant de chiffrer le taux d'inflation qu'elles ciblent, ces institutions affichent, selon Eijffinger et Geraats, un niveau très élevé de transparence. Cependant, certaines institutions comme la Banque Centrale Européenne et la Fed évitent d'une manière générale, de se lier à une quelconque règle pouvant réduire significativement leur marge de manœuvre. Même si leurs objectifs sont plutôt clairs, elles refusent de s'engager sur une cible numérique explicite et précise. Certes, nous savons que ces deux institutions, en particulier la Banque Centrale Européenne, ne tolèrent pas un taux d'inflation supérieur à 2%. Ce seuil, est presque devenu une référence dans tous les pays de l'Organisation de Coopération et Développement Economiques. Même si, aucune définition d'un objectif clairement quantifiable ne figure dans son mandat, ce seuil de 2% est souvent cité comme le taux plafond.

Néanmoins, le refus de la Banque Centrale Européenne et de la Fed de s'engager sur une cible numérique précise semble plutôt correspondre à un choix purement stratégique.

3.4/ Les différentes formes de communication des banques centrales

On va distinguer entre celles utilisées autour et en dehors des réunions de politique monétaire.

¹⁶² Le ciblage de l'inflation est un cadre de la politique monétaire qui contraint la banque centrale à assurer une faible inflation. Il s'agit d'une stratégie monétaire qui s'opère sur un horizon de moyen-terme. Elle peut être caractérisée par cinq éléments : – l'annonce publique d'un niveau d'inflation à atteindre ; – un engagement institutionnel de stabilité des prix en tant que premier objectif de la politique monétaire ; – une totale autonomie accordée à la banque centrale pour mettre en place sa stratégie ; – une transparence accrue de sa politique monétaire à travers une communication publique des objectifs et des décisions ; – l'accroissement de la responsabilité de l'institution bancaire pour atteindre ses cibles d'inflation.

3.4.1/ Autour des décisions de politique monétaire

Les trois canaux utilisés autour des décisions de politique monétaire sont les communiqués, les conférences de presse et les minutes.

Les communiqués sont très généralement brefs (deux pages au maximum) et comprennent presque toujours l'explication de la décision, l'évaluation de la situation économique et des perspectives économiques ainsi que les risques qui entourent ces dernières.

La tenue de conférences de presse après la réunion du comité est une pratique de plus en plus fréquente. La moitié des banques centrales interrogées par la BRI déclare y avoir recours que les taux d'intérêt soient modifiés ou pas et, afin de leur donner le plus possible d'impact, il s'agit dans la moitié des cas où elles sont tenues de prestations télévisées.

Enfin, selon l'enquête de la Banque des Règlements Internationaux, un tiers seulement des banques centrales publient des minutes, d'un contenu informatif très variable et diffusées généralement avant la réunion suivante du comité. Une publication tardive des minutes semble les priver d'effet sur les anticipations

3.4.2/ En dehors de la fenêtre d'annonce des décisions de politique monétaire

En dehors de la « fenêtre » d'annonce des décisions, la communication des banques centrales sur la politique monétaire s'effectue de manière écrite ou verbale, les activités de recherche combinant l'utilisation des deux types de supports.

S'agissant de la communication écrite, en sus des développements qu'elles leur consacrent dans leur rapport annuel, 90% des banques centrales interrogées par la BRI publient un document trimestriel ou semestriel et un tiers un document mensuel leur permettant de présenter leur analyse de la situation économique et de ses perspectives.

La communication orale offre l'avantage d'une plus grande flexibilité que l'écrit. C'est notamment le cas pour les discours et entretiens qui permettent aux dirigeants des cas de vue avec les participants de marché. Les auditions parlementaires ont un caractère plus formel et, sur les questions de politique monétaire, c'est presque toujours le gouverneur qui s'exprime, ses propos engageant l'institution qu'il dirige.

Toutefois, les banques centrales interrogées par la Banque des Règlements Internationaux disposent de publications consacrées à la recherche sous forme de documents

de travail (97%), d'articles paraissant dans des revues (78%) ou de brefs résumés non techniques (53%) ; en outre, des études sur la politique monétaire sont présentées lors de conférences orientées vers la décision (78%) ou l'Université (69%). Ces actions ne sont toutefois généralement vues comme importantes par les banques centrales pour la gestion des anticipations de marché, à la différence, dans l'ordre décroissant, des communiqués, des rapports réguliers, des prévisions économiques de la banque centrale et des prises de parole de leurs dirigeants.

3.5/ Effets de la transparence

3.5.1/ Anticipation de la trajectoire future des taux officiels

La communication des banques centrales est structurée de telle façon qu'il est possible de prédire l'évolution des taux directeurs sur un horizon court, notamment sur un mois, ce qui correspond en moyenne à la date de la prochaine réunion du comité. Une telle prédiction n'a rien d'extraordinaire si l'on se réfère au procès verbal de leur réunion qui résume la conduite future de la politique monétaire. C'est notamment grâce à ces informations que plusieurs économistes, dont notamment Taylor (1993), ont pu retracer la manière dont la banque centrale fait varier les taux d'intérêt afin de réaliser leurs objectifs. Ainsi, ces informations permettent de peaufiner la trajectoire future du coût du crédit.

En effet, en communiquant sur un nombre restreint de variables, les banquiers centraux arrivent désormais à asseoir leur influence sur les anticipations de taux (Woodford, 2005).

Le modèle proposé par Taylor (1993) montre qu'il est tout à fait possible d'anticiper l'évolution de la politique monétaire. L'auteur a pu présenter son modèle en se basant sur les déclarations de la Fed entre 1987 et 1992. A travers ses communiqués de presse, les agents privés ont pu connaître le poids que la Fed accorde aux objectifs d'inflation et de croissance.

L'auteur constate que la Fed avertissait les agents privés de l'éminence d'un resserrement des conditions monétaires lorsque les poussées inflationnistes risquaient de dépasser les 2%.

Même si, la Fed a toujours refusé de dévoiler de façon explicite le taux d'inflation qu'elle ciblait, à travers ses interventions, les agents économiques pouvaient savoir que le taux de 2% était la cible à moyen terme. De même, la Fed baissait ses taux lorsque le revenu était inférieur à son potentiel. L'ensemble de ces mécanismes est résumé par l'équation suivante qui décrit le comportement effectif du taux des fonds fédéraux entre 1987 et 1992 :

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2, \text{ où}$$

- r est la déviation de l'objectif de la Fed pour le taux réel des fonds fédéraux par rapport à sa moyenne à long terme ;
- p la déviation de taux d'inflation par rapport à la cible d'inflation ;
- y l'écart entre la production effective et la production potentielle.

La simplicité de ce modèle est due à la clarté du communiqué de la Fed qui ne s'exprime que sur le niveau de l'inflation et sur l'activité économique. La Fed relève son taux directeur lorsque la stabilité des prix à moyen terme est menacée et le baisse dans le cas contraire. Ce qui lui permet de faire évoluer les conditions monétaires dans le sens de ses objectifs. Ce qui est d'ailleurs constaté dans les autres pays, y compris dans la zone euro où le principal objectif de la Banque Centrale Européenne est la stabilité des prix.

3.5.2/ Réaction des marchés financiers

La mesure de la réaction des marchés financiers à la communication des banques centrales sur la politique monétaire s'est effectuée selon deux approches. La première, agnostique et la plus ancienne, se borne à étudier l'impact des actions de communication sur la volatilité des prix des actifs financiers, sans se préoccuper de la direction éventuelle des ajustements de marché. Le problème, signalé notamment par Blinder et al. (2008), est que la communication peut être endogène à la volatilité de marché, notamment lorsqu'il s'agit de discours ou entretiens de banquiers centraux destinés à réduire l'incertitude. La deuxième approche, qui s'est développée plus récemment, s'efforce de déterminer si la réaction des marchés financiers est celle attendue, ce qui suppose de quantifier la communication selon son contenu plus ou moins explicite et comporte donc un risque de mauvaise interprétation. Dans l'ensemble, les marchés financiers réagissent effectivement à la communication des

banques centrales et le font dans le sens attendu, particulièrement sur les échéances à moyen terme.

3.5.3/ Effets sur l'économie

Les études ont porté pour l'essentiel sur l'inflation. La communication peut exercer un effet sur cette dernière en contribuant à la crédibilité de la politique monétaire. Deux sortes d'effets ont été recherchés : ceux sur les prévisions et anticipations d'inflation et ceux sur la dynamique de l'inflation.

S'agissant des prévisions et anticipations d'inflation, Eijffinger et al. (2009) étudient un sous-échantillon de douze pays très développés sur la période 1985-2008 et ont recours à divers indicateurs de communication et de transparence, dont l'indice d'Eijffinger et Geraats (2006). Ils font apparaître que plusieurs mesures de transparence – en particulier l'annonce d'un objectif quantifié d'inflation et la publication de prévisions de production et d'inflation- contribuent à réduire significativement la dispersion des prévisions d'une large gamme d'indicateurs (inflation, produit intérieur brut, taux d'intérêt à court et à long terme). En outre, les effets de ces différentes mesures sont partiellement additifs. Par ailleurs, utilisant leur indice de transparence et mesurant les anticipations d'inflation par les prévisions d'inflation à deux ans de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques pour onze pays entre 1999 et 2008, Minegishi et Cournède (2008) font ressortir une moindre sensibilité des anticipations d'inflation aux réalisations de cette dernière lorsque la transparence augmente. Plus précisément, c'est la transparence sur l'objectif et celle sur la décision qui paraissent déterminantes, plutôt que celles sur l'analyse économique ou le processus de décision.

S'agissant de la dynamique de l'inflation, Minegishi et Cournède (2009) trouvent qu'une plus grande transparence –particulièrement sur la décision au sens strict, c'est-à-dire non inclusive du processus de décision- est associée à une courbe de Phillips plus plate et à un rôle plus important de l'objectif de stabilité des prix dans la détermination de l'inflation. Comme pour leur résultat déjà mentionné sur l'impact favorable de la transparence sur les anticipations d'inflation, les auteurs signalent toutefois que le pur effet de la transparence ne peut être dissocié d'autres aspects du cadre de politique monétaire, tels que la crédibilité de la banque centrale. En outre, Dincer et Eichengreen (2009) utilisent l'indice de transparence d'Eijffinger et geraats (2006) pour montrer, sur cent banques centrales au cours de la période 1998-2006, que l'accroissement de la transparence est lié positivement à une moindre

volatilité de l'inflation –en raison probablement d'une réduction de l'incertitude sur les actions futures de politique monétaire- et de manière moins robuste à une plus faible persistance de l'inflation, dans la mesure où la crédibilité de la politique monétaire se trouve renforcée.

3.6/ L'efficacité de la politique monétaire dans un monde financier en mutation

L'évolution de la politique monétaire a connu trois périodes principales¹⁶³ :

- Avant les années 1980, les gouvernements étaient convaincus qu'il y avait un équilibre à rechercher entre « un peu plus d'inflation » et moins de chômage. L'objectif était donc d'avoir des taux d'intérêt bas et d'engager les Banques centrales dans ce qu'on a appelé le « réglage fin » de la politique monétaire. Cette politique a abouti à exacerber l'inflation qui a fini par atteindre deux chiffres des les économies développées et des « taux galopants » dans un certain nombre de pays en voie de développement. Ces hauts taux d'inflation ont été finalement reconnus comme pénalisant la croissance et comme une source d'inégalités sociales. En 1979-80, le jeu consistant à favoriser systématiquement la croissance de l'emploi au détriment de la stabilité des prix a pris fin. Cette phase avait entraîné des coûts économiques et sociaux très élevés ;
- au cours des années 1980 et des années 1990, la politique monétaire a réussi à réduire l'inflation. Non seulement l'inflation réelle, mais aussi l'inflation attendue. La plupart des banques centrales ont été graduellement rendues indépendantes des gouvernements et ont acquis une crédibilité renouvelée. Cela fut la période « du triomphe de banquiers centraux ». L'inflation américaine est descendue de 13% en 1979-80 à 2,2% en 1999 ;
- la troisième période, que nous connaissons aujourd'hui, est caractérisée par des changements considérables dans le fonctionnement des marchés financiers, par la mondialisation et l'explosion de nouvelles modalités de financement de plus en plus sophistiquées.

¹⁶³ De LAROSIERE, « Nouveaux défis pour la politique monétaire dans un monde qui se globalise », Budapest, le 18 janvier 2007, P 1. (<http://www.asmp.fr>)

La mondialisation n'a pas profondément modifié la façon dont les banques centrales doivent accomplir leur tâche. Bien que les chaînes de production et les marchés de capitaux soient plus intégrés entre les pays que précédemment, et que les flux commerciaux bruts représentent maintenant une part plus importante du produit intérieur brut (PIB) dans la plupart des pays, la dynamique de la production globale et de l'inflation demeure la même, au moins sur le plan qualitatif. Par conséquent, les banques centrales doivent continuer à conduire la politique monétaire selon la même optique prospective que celle des trente dernières années, et ajuster les taux directeurs par rapport aux évolutions présentes et attendues de la production et de l'inflation en tenant compte des délais de réaction aux mesures de politique monétaire. Lorsque les taux de change peuvent s'ajuster librement, cette approche générale s'est avérée efficace pour favoriser la stabilité macroéconomique au fil du temps dans de nombreux pays¹⁶⁴.

L'environnement de la politique monétaire a connu plusieurs changements majeurs. Le premier changement d'envergure a résulté de la croissance des marchés et de la diminution relative du rôle de l'intermédiation dans le financement de l'économie.

Simultanément, l'internationalisation a tendu à unifier les marchés et à amplifier la résonance et les effets de la politique monétaire des grandes banques centrales.

Ces deux changements de fond n'auraient sans doute pas eu l'ampleur observée s'ils n'avaient pas été contemporains d'une vague continue d'innovations technologiques qui ont abouti, d'une part à la très large disposition d'une masse colossale d'informations, d'autre part à l'instantanéité partout dans le monde de l'accès à cette information.

La politique monétaire s'est bien adaptée à ces changements. Avant tout était simple, mais la politique monétaire disposait d'un arsenal compliqué et pas forcément toujours efficace ; aujourd'hui, tout est plus compliqué et la politique monétaire ne dispose en pratique que d'un seul instrument : les interventions sur le marché interbancaire, pour piloter les taux d'intérêt à court terme.

En dépit de cela, les banques centrales sont parvenues à préserver, et même sans doute à renforcer, l'efficacité de leur action de politique monétaire.

¹⁶⁴ L. KOHN Donald, « Globalisation, inflation et politique monétaire », session 4 : implications pour la conduite de la politique monétaire, colloque international, Mars 2008, P 133.

Depuis l'été 2007, les banques centrales des pays industrialisés sont intervenues de façon constante pour contrer les effets négatifs de la crise financière sur le fonctionnement du système bancaire et financier et pour faire redémarrer la croissance. Dans un premier temps, les taux directeurs ont été considérablement abaissés et maintenus ensuite à un niveau proche de 0. Dans un deuxième temps, à partir du début de l'année 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles. Si ces politiques peuvent différer d'une banque centrale à l'autre, elles se traduisent toutes par une augmentation de la taille de leur bilan ainsi que par une modification de la composition de l'actif de ce bilan. Néanmoins, trois ans après le creux d'activité observé aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, force est de constater que la reprise n'est pas au rendez-vous ; le chômage se maintient partout à un niveau élevé. En Europe, une nouvelle récession menace. Ces éléments remettent-ils en cause l'efficacité de la politique monétaire et plus particulièrement des mesures non conventionnelles¹⁶⁵ ?

Depuis quelques années, une abondante recherche se développe pour évaluer l'impact des politiques monétaires non conventionnelles¹⁶⁶. La majorité de ces études porte sur l'impact des différentes mesures prises par les banques centrales sur les variables financières et notamment sur les taux du marché monétaire ou les taux obligataires. Etant donné le rôle du marché monétaire dans la transmission de la politique monétaire, la capacité des banques centrales à atténuer les tensions qui ont émergé dès le début de la crise financière constitue un vecteur essentiel de l'efficacité de leurs interventions. Plus récemment, ce fut aussi une des raisons ayant motivé la Banque Centrale Européenne à proposer une opération de refinancement exceptionnel, en deux temps, pour une maturité de 3 ans. De fait, cette intervention a permis de réduire les tensions sur le marché interbancaire qui étaient réapparues

¹⁶⁵ - Les politiques conventionnelles sont des mouvements de taux à court terme contrôlés par les instituts d'émission (modification des taux directeurs et des réserves minimales des banques, facilités permanentes). Elles ont contribué à résoudre les problèmes de liquidités du système financier en 2008, évitant à l'économie mondiale un grand choc, mais se sont révélées peu efficaces sur la relance du crédit.

- « Les politiques non conventionnelles consistent à ce que la Banque centrale change de canal de transmission de la politique monétaire : au lieu d'injecter des liquidités dans les bilans des banques, elle injecte des liquidités dans les bilans des non banques (par des entreprises par exemple). Ceci peut prendre la forme d'achat de titres émis par les non banques ». ARTUS Patrick, « Que sont vraiment les politiques monétaires non conventionnelles ? », Special report, Natixis, 6 février 2009, n° 28, P 1.

¹⁶⁶ Christophe Blot, Catherine Mathieu et Christine Riffart, « La politique monétaire est-elle devenue inefficace ? », revue de l'OFCE, 12 novembre 2012.

dans la zone euro, et dans une moindre mesure aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en fin d'année 2011. Cet épisode semble confirmer que l'action des banques centrales est efficace lorsqu'il s'agit de faire face à une crise de liquidité.

Dans ces conditions, comment expliquer la faiblesse, voire l'absence, de la reprise ? Une première piste évoque l'hypothèse de la trappe à liquidité. L'incertitude est encore présente et le système financier reste fragilisé si bien que les agents expriment toujours une préférence pour la liquidité et la sécurité, ce qui explique leur réticence à s'engager sur des projets risqués. Ainsi, même si les conditions de financement sont favorables, la politique monétaire ne permet pas de stimuler plus fortement l'activité. Cette hypothèse explique probablement la timidité de la reprise aux Etats-Unis. Mais, à cette hypothèse, s'ajoute dans la zone euro et au Royaume-Uni, une deuxième piste qui attribue la faiblesse de la reprise à l'impact des politiques budgétaires restrictives. En effet, les pays de la zone euro comme le Royaume-Uni poursuivent une stratégie de consolidation budgétaire qui pèse sur la demande. Les politiques monétaires sont alors certes expansionnistes mais elles ne parviennent pas à compenser l'effet récessif des politiques budgétaires sur la croissance.

Les deux principales causes fondamentales des crises ayant touché l'ensemble des pays avancés ont été un manque de discipline budgétaire et une compétitivité dégradée au cours des deux dernières décennies¹⁶⁷. L'endettement public de ces pays a atteint un tel niveau que leur soutenabilité budgétaire en a été menacée. Les politiques monétaires ont été ainsi forcées de s'associer à la gestion de la dette publique et à la politique budgétaire, soulevant le problème de la « séparation » et jetant un doute sur la nature de leurs interventions. Celles-ci perdront de leur efficacité et de leur crédibilité si les États qu'elles auront permis de maintenir à flots n'entreprennent pas les mesures requises pour redresser les comptes publics et restaurer la compétitivité. Celles-ci, une fois mises en place, mettront sans doute du temps à produire leurs effets mais pourraient permettre un retour de la confiance et une stabilité durable.

Si les politiques monétaires permettent aux États d'entreprendre ces réformes de fond, alors, on pourra affirmer qu'elles auront contribué au soutien de la croissance.

¹⁶⁷ BSIRI Mourad, « Politiques monétaires quelle efficacité », revue *Futuribles*, 2 avril 2013.

Tableau 2 : Mutations de la politique monétaire¹⁶⁸

	Economie d'endettement (→ mi-1980)	Economie des marchés
Instruments d'analyse	<ul style="list-style-type: none"> • Agrégats monétaires (passif des banques) 	<ul style="list-style-type: none"> • Agrégats monétaires (passif des banques + Titres négociables à court terme + OPCVM) • Tableau des financements et des placements • Endettement intérieur total • Autres données financières et économiques
méthode de politique monétaire	<ul style="list-style-type: none"> • Régulation quantitative • Réserves obligatoires 	<ul style="list-style-type: none"> • Open market
Principaux mécanismes de transmission	<ul style="list-style-type: none"> • Rationnement du crédit 	<ul style="list-style-type: none"> • Comportements de placements et d'endettement • Anticipations
Comportement des autorités monétaires	<ul style="list-style-type: none"> • Ambigüité 	<ul style="list-style-type: none"> • transparence des décisions • dialogue avec les marchés ↳ anticipations des marchés = aide à la politique monétaire (si une bulle spéculative ne se développe pas)

¹⁶⁸ PATAT J-P, « Monnaie, système financier et politique monétaire », Economica, 2002, P 479.

- *stabilité monétaire et stabilité financière*

« La notion de stabilité financière à laquelle il a déjà été fréquemment allusion n'est pas aussi simple à définir que celle de stabilité des prix. Elle ne se résume pas à un chiffre ou à un indice. C'est une situation dans laquelle les différents acteurs du système financier, les banques, les sociétés d'investissement, les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les marchés et même les fonds spéculatifs fonctionnent correctement et ont des relations profitables et sans à-coups brutaux»¹⁶⁹.

Le maintien de la stabilité financière, au niveau national et de plus en plus international constitue donc l'ancrage indispensable pour un fonctionnement correct de la mondialisation. Il y a unanimité pour estimer que les banques centrales ont une responsabilité particulière dans ce bien public mondial.

Avant la crise financière, les banques centrales vivaient dans un consensus confortable : un objectif (la stabilité des prix), un instrument (le taux d'intérêt à court terme). Les marchés financiers, supposés efficaces¹⁷⁰, allouaient le crédit et évaluaient les risques.

Au cours de la crise, les banques centrales ont dû s'impliquer étroitement dans le crédit pour le garantir et même pour remplacer les banques en achetant du papier commercial et du crédit titrisé, donc en prenant du risque du crédit. Les banques centrales ont multiplié la taille de leurs bilans par 2 à 2,5 en quelques mois au second semestre de 2008¹⁷¹. La baisse de l'inflation très rapide et la progression très forte des déficits budgétaires les ont engagées sur des voies qui les rendent dépendantes à la fois de la situation financière des banques et de la gestion des dettes publiques.

Se pose d'ores et déjà la question de la politique monétaire d'après crise. Car le retour pur et simple à la doctrine monétaire antérieure n'est pas crédible. Les modèles marcoéconomiques qui guident la politique de ciblage de l'inflation dépendent de l'hypothèse des marchés financiers efficaces et ne sont donc d'aucun secours pour une politique monétaire assignée à préserver la stabilité financière face aux dysfonctionnements des marchés du crédit.

¹⁶⁹ PATAT Jean-Pierre, « L'ère des banques centrales », L'Harmattan, 2003, P 170.

¹⁷¹ AGLIETTA Michel, BERREBI Laurent et COHEN Audrey, « Banques centrales et globalisation », collection expertises, Groupama, 2009, P 80.

Affirmer que la recherche de la stabilité des prix et celle de la stabilité financière sont deux objectifs importants relève de l'évidence et en aurait du mal à trouver des exemples où l'abandon délibéré de l'un d'entre eux au profit de l'autre aurait conduit une politique économique à un succès durable.

Le contraste entre stabilité monétaire et instabilité financière conduit au constat que la seconde peut fort bien se développer dans un environnement non inflationniste. La libéralisation des flux de capitaux, la déréglementation des systèmes financiers, la mondialisation des marchés sont autant de facteurs qui ont contribué à ce phénomène, mais il est probable aussi que les succès enregistrés par les banques centrales dans leur lutte contre l'inflation ont influencé fortement la nature et les conditions de l'interaction entre les secteurs réels et financiers de l'économie. La réduction des incertitudes macroéconomiques résultant de la stabilité des prix a sans doute encouragé la prise de nouveaux risques financiers. La confiance, peut être excessive, accordée par les agents économiques aux banques centrales pour assurer durablement la stabilité macrofinancière, qui trouve un écho dans le haut degré de crédibilité dont jouissent les instituts d'émission, peut en effet avoir son revers dans une sous-estimation systématique des risques encourus. Un tel sentiment de confiance, dans un environnement marqué par une abondante liquidité des économies à travers le monde, pourrait favoriser l'émergence de déséquilibres financiers.

Dans un tel contexte, les banques centrales, sans diverger de ce qui demeure leur objectif premier à savoir la stabilité des prix, ont porté une attention de plus en plus grande aux questions de stabilité financière considérée non pas sous l'angle de la surveillance individuelle des établissements, qui reste de la compétence des autorités prudentielles, mais d'un point de vue macroéconomique. Pour ce faire, elles ont multiplié les initiatives dans ce domaine et ont dans certains cas aménagé leurs cadres d'action monétaire pour les rendre plus compatibles avec la prévention de déséquilibres financiers.

D'une manière générale, on peut dire qu'une inflation faible et stable fournit aux agents économiques une indication claire des évolutions de prix relatifs ; elle favorise donc une bonne allocation des ressources dans la mesure où elle est perçue comme durable ; elle

stabilise les anticipations, diminue les primes de risques et constitue un socle pour la stabilité financière¹⁷².

A l'inverse, une inflation marquée et, surtout, instable provoque des distorsions sur les prévisions de prix relatifs et introduit une incertitude dans les anticipations. Il en résulte une allocation sub-optimale des ressources et une attraction malsaine pour des investissements, tel l'immobilier, assurant une certaine protection contre la dépréciation monétaire. L'inflation est de ce fait souvent accompagnée d'épisodes d'instabilité financière.

Mais l'instabilité monétaire ne se limite pas à l'inflation¹⁷³ : son contraire, la déflation¹⁷⁴, que la banque centrale, avec ses outils traditionnels, peut sans doute prévenir mais a bien du mal à guérir, comporte elle aussi des risques graves d'instabilité financière. La détérioration du bilan des agents économiques dans une phase de faible activité peut peser gravement sur la solidité du système financier. Au demeurant, le simple passage de l'état d'inflation à une meilleure stabilité des prix (la désinflation) n'est elle-même pas exempte de risques dans la sphère financière car, si elle est trop brutale, certains agents économiques, acclimatés à l'inflation, peuvent avoir pris des positions ou contracté des dettes qui pourront se révéler pénalisantes une fois la stabilité monétaire restaurée.

La stabilité, où l'instabilité, monétaire agit donc, positivement ou négativement, sur la stabilité financière.

Evoquer l'influence de la stabilité financière sur la stabilité monétaire revient à s'interroger sur la prise en compte éventuelle de critères financiers dans les choix monétaires de la banque centrale.

La stabilité financière a une influence positive sur la stabilité des prix parce qu'elle contribue à la continuité du crédit et à la régularité des flux financiers.

¹⁷² ICARD André, « Stabilité financière et banques centrales », *Economica*, 2007, P 123.

¹⁷³ « Etymologiquement, le terme vient du latin *inflatio* qui veut dire enflure. L'utilisation de ce terme a moins d'un siècle ; à l'origine, il signifiait : augmentation abusive de la quantité de papier-monnaie. Par la suite, on a désigné plus généralement par inflation le gonflement de tous les moyens de paiement susceptible d'entraîner une hausse des prix et une dépréciation de la monnaie. Dans la première période, inflation signifie simplement : accroissement généralisé, cumulatif et auto-entretenu des prix ; c'est dans une certaine mesure un abus de langage car il s'agit, en réalité, de la principale manifestation de l'inflation et non de l'inflation elle-même. Aujourd'hui, le niveau général des prix est considéré comme un bon indicateur d'inflation ». GOUX Jean-François, « Economie monétaire et financière : théories, institutions, politiques », Ed *Economica*, 1998, 3^e édition, P 191.

Un système financier instable ou fragile rend la recherche de la stabilité monétaire problématique en raison des perturbations pouvant affecter le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

L'expansion du crédit qui a mené à la crise a montré que le déséquilibre à maîtriser est provoqué par la fragilité financière créée par l'expansion du crédit, que l'on puisse identifier une bulle sur les prix des actifs ou pas. Or, la régulation du montant total de crédit dans le cycle financier est incontestablement une responsabilité de banque centrale. Puisque le taux d'intérêt ne dissuade pas les emprunteurs qui achètent des actifs de réduire leur demande de crédit et puisque cet instrument est dédié à la stabilité des prix, il faut un autre instrument qui contraigne directement l'offre de crédit. C'est donc un instrument prudentiel. Cependant, la régulation microprudentielle de Bâle II est non seulement inopérante, elle est même nocive parce qu'elle est procyclique. Il faut donc promouvoir une régulation macroprudentielle, c'est-à-dire un contrôle agrégé du cycle du crédit. C'est donc une approche top down selon laquelle la banque centrale détermine un montant agrégé de capital requis, lequel devra être distribué sur les banques en fonction de leur aptitude à contribuer au risque systémique.

S'engager dans cette voie modifierait profondément la position des banques centrales vis-à-vis du système financier global. Leurs liens avec les superviseurs des banques, dans les pays où elles avaient abandonné toute implication dans la supervision des banques pour ne pas contaminer leur indépendance, devraient être considérablement renforcés. En outre, le périmètre des entités financières potentiellement susceptibles de provoquer le risque systémique¹⁷⁵ est plus large que celui des banques de dépôts. Le système bancaire parallèle (banques d'investissement, hedge funds, fonds de private equity et structures ad hoc opérant dans les marchés de crédit structuré) doit être englobé dans la politique macroprudentielle et donc soumis à la surveillance de la banque centrale.

Le changement consiste donc pour les banques centrales à accepter ce qu'elles ont écarté jusqu'ici, à savoir que la stabilité financière est un objectif à part entière de la politique monétaire. Elles doivent élaborer et conduire une politique monétaire élargie. Il en résulte

¹⁷⁵ On appelle risque systémique le risque qu'un événement particulier entraîne par réactions en chaîne des effets négatifs considérables sur l'ensemble du système pouvant occasionner une crise générale de son fonctionnement.

Le risque systémique est inhérent au système bancaire et financier, du fait des interrelations existant dans ce secteur entre les différentes institutions et les différents marchés. Le risque systémique du secteur financier est d'autant plus dangereux que le plus souvent les effets négatifs se diffusent sur l'économie réelle.

plusieurs problèmes à résoudre. Il faut d'abord définir un objectif opérationnel. Or la fragilité financière vient d'une détérioration progressive des bilans dans l'ensemble du secteur privé, mais masquée par la hausse du prix des actifs, sous l'impact d'une dérive du crédit. L'objectif doit donc être de modérer l'expansion du crédit, lorsque les incitations microéconomiques conduisent les banques à le pousser au maximum. Il faut ensuite déterminer quel instrument de politique économique peut efficacement permettre d'atteindre l'objectif. Le taux d'intérêt est l'instrument usuel des banques centrales. Mais, l'expansion du crédit dans une vague haussière des marchés financiers est peu sensible au taux d'intérêt. De plus, il n'est pas optimal, voire contre indiqué, d'essayer d'atteindre deux objectifs, à savoir la stabilité financière et la stabilité des prix, avec un seul instrument. Il faut donc se doter d'un instrument qui influence le volume du crédit. Mais, dans la finance des marchés libéralisés, il est hors de question de recourir à l'encadrement direct du crédit. Il serait contourné par la titrisation¹⁷⁶. Il faut un instrument, certes contraignant, mais qui agisse comme une incitation pour les banques à limiter leur offre de crédit. Il faut donc un capital réglementaire contracyclique, dépendant du niveau agrégé de crédit que toutes les banques contribuent à gonfler ; d'où l'appellation « macro-prudentiel » de ce montant de capital.

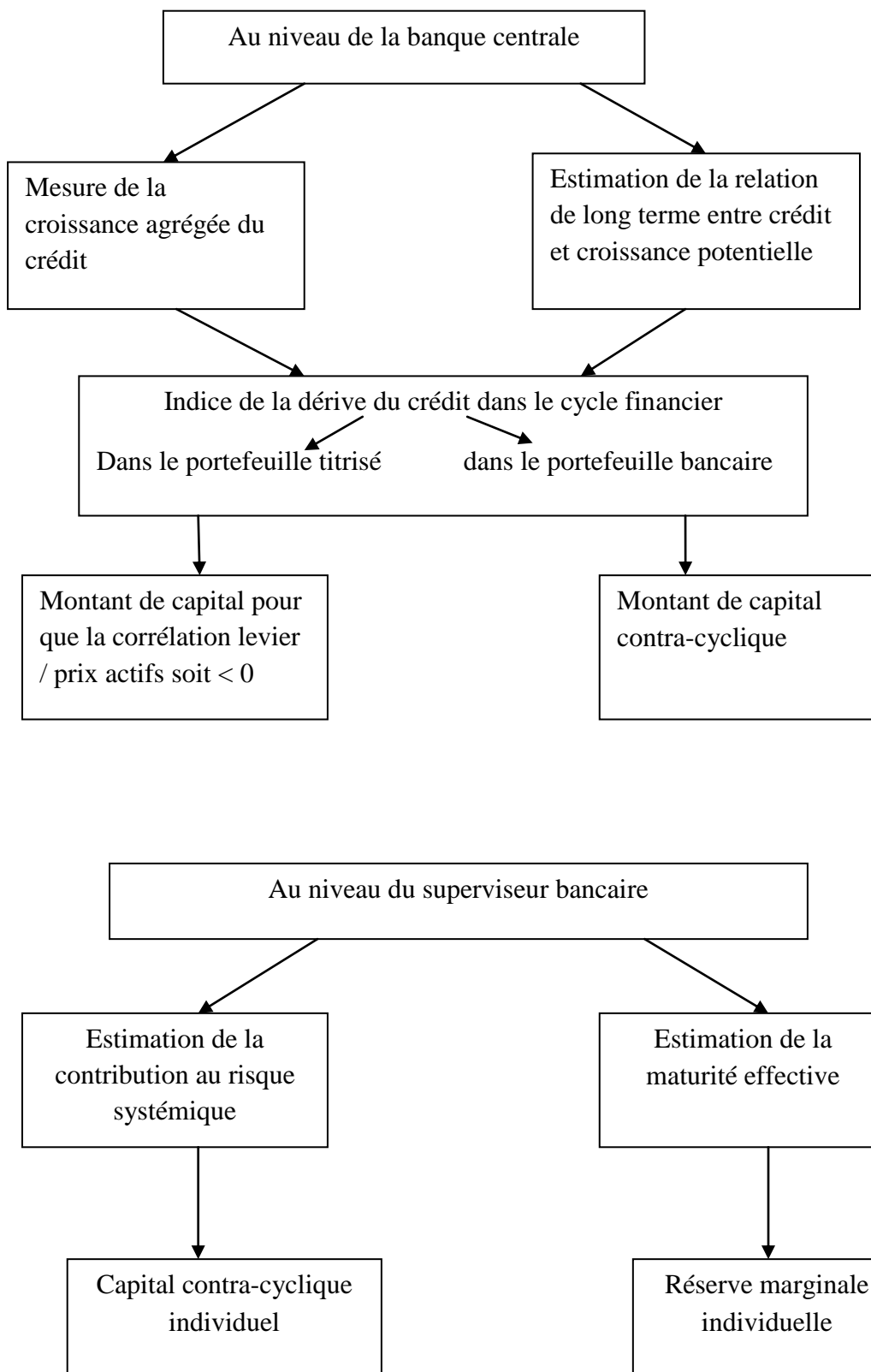
Pour définir le périmètre des entités systémiques, les banques centrales doivent coopérer avec toutes les catégories de superviseurs, utilement rassemblées dans un Conseil du risque systémique. Parce que les structures de marchés varient, que des événements de crédit changent les interconnexions et que les stratégies des acteurs financiers les conduisent à des fusions et acquisitions, ce périmètre n'est pas fixe. Il doit être révisé chaque année et la contribution de chaque entité au risque systémique doit être mesurée en utilisant différentes techniques.

¹⁷⁶ La titrisation est un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. Techniquement, des actifs sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties sont regroupés dans une société ad hoc qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. L'entité ainsi créée perçoit les flux d'intérêts et de remboursement sur les créances qu'elle a achetées aux banques et les reverse aux investisseurs via le paiement d'intérêts et le remboursement de leurs titres. Initialement cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leurs encours c'est-à-dire transformer en titres négociables des prêts à la clientèle. Actuellement, les spécialistes proposent à certains grands groupes industriels de titriser des créances commerciales de façon récurrente, de titriser des immeubles d'exploitation, stocks... en bref de rendre liquide presque tout le bilan.

« La politique macro-prudentielle est une approche top down selon laquelle la banque centrale détermine un montant agrégé de capital requis, lequel devra être distribué sur les banques en fonction de leur aptitude à contribuer au risque systémique »¹⁷⁷. Dans cette perspective, l'objectif est d'empêcher que la dynamique financière conduise à une crise. Il s'agit de moduler un montant de capital à imposer aux institutions financières à importance systémique en fonction de l'écart cumulé du crédit au dessus du montant que l'on aurait obtenu si l'offre de crédit avait suivi la tendance de long terme (Borio et Shim, 2007). Il faut donc déterminer une évolution tendancielle du crédit au secteur privé compatible avec la croissance potentielle de l'économie, calculer l'excès de crédit comme un écart cumulé à ce benchmark et calibrer le capital réglementaire agrégé contra-cyclique à imposer à l'ensemble des entités financières systémiques en fonction croissante de l'excès de crédit. Ce capital requis doit être distribué sur les entités financières systémiques en fonction de leur contribution au risque systémique. C'est donc une approche « top down » qui abolit l'indépendance de la régulation prudentielle des banques vis-à-vis de la politique monétaire.

¹⁷⁷ BETBEZE Jean-Paul, BORDES Christian, COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et PLIHON Dominique, « Banques centrales et stabilité financière », 2011, Les rapports du conseil d'analyse économique, la documentation française, P 286.

Schéma 2 : Procédure top down de la politique macro-prudentielle¹⁷⁸



¹⁷⁸ BETBEZE Jean-Paul, BORDES Christian, COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et PLIHON Dominique, « Banques centrales et stabilité financière », 2011, Les rapports du conseil d'analyse économique, la documentation française, P 287.

Ce schéma est un diagramme qui décrit les deux niveaux du processus top down de la régulation macroprudentielle. Il identifie les objectifs opérationnels, les liens entre le niveau de la banque centrale et celui du superviseur bancaire et les instruments nouveaux à mettre en application.

La banque centrale détermine les objectifs opérationnels de sa politique contracyclique à partir d'une estimation de l'excès d'offre de crédit par rapport à une norme de long terme. Elle la divise entre le portefeuille titrisé et le portefeuille bancaire qui ne sont pas comptabilisés selon les mêmes normes comptables. Elle détermine le capital réglementaire pour endiguer l'excès de crédit qui conduit au risque systémique. C'est un coût supporté par l'ensemble des banques à incidences systémiques, élargi aux entités du système bancaire parallèle, en contrepartie de la protection que leur accorde la banque centrale parce qu'elles sont trop systémiques pour faire faillite.

Le superviseur doit répartir le montant agrégé de capital sur l'ensemble des entités systémiques. Il doit aussi inciter les banques à mieux gérer leur liquidité. Cela entraîne une double avancée méthodologique et quantitative : l'une pour déterminer l'intensité de la contribution de chaque institution au risque systémique, l'autre pour déterminer la maturité effective des portefeuilles d'actifs portés par les banques, compte tenu des financements auxquels ils sont adossés. Le superviseur en déduit le capital réglementaire pour risque systémique et éventuellement les réserves marginales à appliquer aux banques.

En conclusion, aujourd'hui, « ce sont moins les décisions effectivement prises par les autorités monétaires qui importent que celles qui sont attendues »¹⁷⁹. Leur action sur l'économie s'exerce principalement par l'intermédiaire des anticipations des marchés quant aux niveaux probables de l'inflation et des taux d'intérêt. Les banques centrales peuvent les influencer en utilisant différents outils de communication. En assurant ainsi un bon ancrage des anticipations inflationnistes sur leur objectif de hausse des prix à moyen terme, elles améliorent l'efficacité de la politique monétaire en réaction aux chocs qui frappent l'économie. Leurs prévisions fournissent des informations très utiles aux marchés pour anticiper le sentier de politique monétaire à tel point que celui-ci ne réserve plus guère de surprises pour le futur.

¹⁷⁹ BORDES Christian, « La politique monétaire », Editions La découverte, Paris, 2007, P 75.

On peut dire que la politique monétaire est plus efficace si ses objectifs, sa raison d'être et ses modalités de mise en œuvre sont communiqués au public de façon claire et en temps utile. Pour les banques centrales une telle transparence peut aussi contribuer à mieux informer les attentes du marché et à promouvoir le sens des responsabilités envers le public.

Conclusion du chapitre III

Au terme de ce chapitre, nous pouvons conclure qu'au cours des trois dernières décennies, les banques centrales ont sensiblement renforcé la transparence sur leurs objectifs, leurs stratégies et l'arrière-plan de leurs décisions de politique monétaire. Ce changement a répondu à une exigence dans la mesure où des banques centrales indépendantes se doivent, dans des sociétés démocratiques, de rendre compte au public de leurs activités. La transparence, a-t-on également constaté, accroît l'efficacité de la politique monétaire. Des études théoriques et empiriques ont cependant montré qu'une plus grande transparence n'est pas nécessairement meilleure en toutes circonstances. En outre, ces études donnent fort peu d'indications sur la manière de concevoir une politique de transparence et de communication qui soit efficace.

Dans un environnement sans cesse en mutation, la communication et la transparence doivent être constamment développées. Suivre aveuglément une seule direction peut toutefois nuire à la crédibilité. La communication et la transparence ne sont pas assurées pour elles-mêmes, mais servent à atteindre le mieux possible les objectifs de la politique monétaire. Elles doivent être placées dans leur contexte, chaque pays ayant ses particularités institutionnelles, politiques, historiques et culturelles. «One size fits all» ne s'applique pas aux stratégies de communication des banques centrales.

Introduction

L'Algérie a connu une croissance économique soutenue au cours des dernières années grâce à une hausse des recettes pétrolières et une politique macroéconomique prudente. Les politiques économiques adoptées depuis la fin des années 90, dans le contexte d'un accroissement des recettes des hydrocarbures, ont permis au pays de comptabiliser une série de bonne croissance économique et une position financière conséquente, avec des niveaux de réserves de change appréciables, une épargne budgétaire importante et une réduction sensible de l'endettement public et extérieur.

Toutefois, l'Algérie continue à faire face à d'importants défis à relever, en particulier la nécessité de diversifier l'économie, de faire reculer le chômage et de répondre à de complexes revendications sociales. L'Algérie reste, cependant, extrêmement dépendante des hydrocarbures. En dépit des efforts déployés par le passé, 98% des exportations et plus des deux tiers des recettes budgétaires proviennent encore du secteur des hydrocarbures.

Avant d'étudier la conduite et l'efficacité de la politique monétaire en Algérie, nous avons jugé nécessaire visionner certains repères historiques et réalités institutionnelles de cette politique et le cadre macroéconomique dans lequel cette politique évolue. Pour cela, nous avons éclaté ce chapitre en trois sections, à savoir :

Section 1 : Cadre légal de la politique monétaire en Algérie

Section 2 : Contexte macroéconomique interne de la politique monétaire en Algérie

Section 3 : Contexte macroéconomique externe de la politique monétaire en Algérie

Section 1 : Cadre légal de la politique monétaire en Algérie

Depuis son indépendance politique en 1962, l'Algérie a connu différentes étapes dans l'organisation de son économie, dont la plus importante est celle de la régulation monétaire.

En effet, la compréhension de la conduite de la politique monétaire en Algérie ne peut être comprise que si l'on a à l'esprit quelques repères historiques et réalités institutionnelles. En effet, sur le plan historique, la conception de la politique monétaire ne venait qu'en appoint d'un modèle de développement et du rôle économique de l'Etat. En vérité, nous ne pouvons parler de l'existence d'une politique monétaire au sens stricto sensu qu'avec l'avènement de la loi sur la monnaie et le crédit en avril 1990. Cette date avait marqué d'une manière irrémédiable le rôle de la Banque Centrale quant à la conception et la conduite de la politique monétaire. Avant cette date, le rôle de la Banque Centrale d'Algérie se limitait à venir au secours du besoin de financement du Trésor et des entreprises publiques.

1.1/ Evolution historique

Le système monétaire et financier algérien a connu une évolution marquée. En effet, ce système est passé par deux phases importantes¹⁷⁹ :

- Une première phase, où le système était considéré comme authentiquement national, mais fermé sur lui-même et ce, sous le régime de l'économie dirigée ;
- Une deuxième phase, où le système s'est efforcé à s'ouvrir sur l'extérieur, avec le risque d'une certaine dépendance vis-à-vis des institutions extérieures.

Il est incontestable que l'institut d'émission et la monnaie figurent parmi les principaux attributs de la souveraineté nationale et qu'il fallait donc recouvrer le plus rapidement possible. Le privilège d'émission monétaire en Algérie était exercé par la Banque Centrale d'Algérie et de Tunisie, créée par la loi du 04/08/1951, et ce, jusqu'au 30/06/1962. Comme prévu dans les accords d'Evian (19/03/1960), un protocole d'accord a été signé entre l'Etat algérien et cette Banque Centrale, en date du 28/08/1962, signifiant à cette dernière de continuer à exercer le privilège d'émission, dans les mêmes conditions que précédemment, pendant une période de deux mois à compter du 01/07/1962. Il était entendu également que ce délai peut être prorogé sans que cette prorogation puisse dépasser la date limite du 31/12/1962. Cette prorogation a eu effectivement lieu, et ce délai a été mis à profit pour

¹⁷⁹ LACHACHI Meriem, « Le système bancaire algérien : Mutations et perspectives », Université de Tlemcen, P 52.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

préparer les statuts du nouvel Institut d'Emission de l'Algérie indépendante, réunir et former les premiers cadres algériens devant prendre en charge la mise en place de cette Institution.

C'est ainsi que la loi n° 62-144 du 13-12-1962 créa la Banque Centrale d'Algérie et à laquelle furent annexés ses statuts ; tandis que le décret du 28/12/1962 fixa au 01/01/1963 la date d'entrée en fonction de la nouvelle institution : la BCA. Cette loi, qui ne comporte que deux articles, a été accompagnée d'un remarquable exposé des motifs où est déclinée la doctrine à laquelle sont adossés les statuts de la BCA.¹⁸⁰

La volonté d'assujettir le pouvoir monétaire au pouvoir politique est affichée dans les textes. La loi de finances complémentaire (loi n° 65-83) du 08 avril 1965 stipule : « sont abrogées les dispositions relatives au mode de réalisation et aux limites de pourcentage et de durée... Ce mode de réalisation et ces limites seront désormais déterminées par le Président de la République ». ¹⁸¹

La nationalisation de l'appareil bancaire en Algérie en 1966 et 1968 a doté l'Etat d'un grand instrument de développement qui était auparavant entre les mains du capital étranger. Cette nationalisation n'a pas été exclusivement le fait d'un facteur idéologique mais aussi et surtout du refus des banques étrangères à financer l'activité économique nationale.

La mise en application du plan quadriennal 1970-1973 consacre le choix définitif de la planification centralisée impérative comme système d'organisation, de gestion et de développement de l'économie nationale. Il s'agit d'un choix doctrinal fondamental qui consiste dans la primauté du plan sur le marché et donc sur les catégories marchandes.

De ce fait, un secteur public est né dont la gestion est confiée à l'administration.

A l'image de l'URSS, la première à introduire, dès 1930/1931 la réforme financière en comptabilité en rapport avec les exigences du plan suivie par les autres pays socialistes (après la deuxième guerre), l'Algérie a adopté, à sa manière, une réforme financière en 1971.

C'est l'ordonnance n° 70-93 du 31/12/1970 portant loi de finances pour 1971 qui retrace l'essentiel de cette réforme.

¹⁸⁰ Conseil National Economique et Social, « Regards sur la politique monétaire », P 31.

¹⁸¹ BELLALI Samir, « La régulation monétaire en Algérie (1990-2007), Revue du chercheur n° 08/2010, Université de Guelma, P16.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

La logique d'ensemble qui gouverne cette réforme consiste fondamentalement dans ce qui suit : une fois que le plan, en termes physiques, est élaboré et approuvé, il reste à lui adapter un plan de financement qui permet sa réalisation. Il s'agit non seulement de rendre les ressources nécessaires disponibles, mais également de les centraliser et de les répartir, à travers le système bancaire, entre les différentes entreprises du secteur public en charge des investissements planifiés et de suivre leur réalisation.

De ce schéma découle un certain nombre de principes dont l'application a des conséquences lourdes sur : le système bancaire, la monnaie et la politique monétaire. Ces principes peuvent être résumés ainsi :

- La centralisation de ressources financières. C'est le Trésor Public qui est chargé de cette collecte comme le stipule l'article 6 de l'ordonnance n°70-93 ;
- Le cheminement de ces ressources collectées par le Trésor Public pour financer la partie long terme des investissements planifiés des entreprises publiques se fera obligatoirement par l'intermédiaire des banques. Ces dernières doivent financer la partie moyen terme, refinançable automatiquement auprès de la BCA ;
- La domiciliation obligatoire de chacune des entreprises publiques auprès d'une seule banque ; c'est le principe de l'unicité de domiciliation ou de spécialisation des banques ;
- Obligation aux entreprises d'effectuer tous leurs règlements, exceptées quelques opérations minimales, par mouvements de leurs comptes bancaires.

Le choix d'une économie centralement planifiée au lendemain de l'indépendance avait stigmatisé le rôle de la monnaie et privilégié le financement par endettement de l'économie. Ce choix s'est traduit par une fixation administrative des taux d'intérêt, et la marginalisation de la finance directe.

La pratique de taux d'intérêt dans une économie d'endettement peut être bénéfique dans le cas où l'activité se maintient. Dans le cas d'une récession et de l'augmentation de l'endettement des entreprises, cette pratique est inappropriée. Cette situation a été subie par le système bancaire algérien durant la période 1986-1991. En effet, au cours de cette période, le portefeuille des banques étant alourdi par les créances douteuses des entreprises publiques. Il faudrait rappeler que ces créances douteuses sont devenues par la suite des créances irrécouvrables. Une partie non négligeable de ces créances était débloquée pour assurer les salaires et non pas pour financer une dépense d'investissement productif. Cette situation a

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

entraîné la diminution de la liquidité des banques ce qui a contraint ces établissements à pratiquer un rationnement du crédit pour limiter leurs pertes.

Sur le plan doctrinal, la politique monétaire était assujettie à la politique budgétaire. Le pouvoir d'exercer le rôle dans l'affectation de la monnaie dans le financement de l'économie était tenu doublement par deux autorités : le ministère du Plan et le ministère des finances. Le rôle de la Banque Centrale se limitait seulement à tenir les statistiques monétaires et certaines opérations d'ordre exécutif. Sur la base de ces convictions, la loi de finances de 1966 avait supprimé le plafond du financement du Trésor par le biais de la Banque Centrale¹⁸². De la sorte, la politique monétaire ne venait qu'en appoint d'une politique budgétaire et non comme un instrument parallèle et indépendant. Ce rôle de la Banque centrale a été réaffirmé dans la loi de finances de 1971. Cette loi avait déterminé trois modes de financement des investissements planifiés. L'un de ces modes était le réescompte automatique du crédit de court terme au niveau de la Banque Centrale.

Les changements intervenus sur la scène internationale avec l'avènement du mondialisme, l'effondrement du bloc socialiste, le choc pétrolier de 1986, la croissance vertigineuse de la dette extérieure etc...ont rendu difficile la poursuite de la pratique de la gestion administrée au regard d'une économie de marché de plus en plus agressive. C'est au vu de cette situation que la loi sur la monnaie et le crédit n° 90-10 en date du 14/04/1990 a vu le jour.

Certes, le système bancaire algérien a fourni des prestations considérables à l'économie nationale à travers les opérations de financement direct des programmes de développement économique et social et le soutien accordé à l'appareil productif durant la période de l'économie dirigée en s'appuyant notamment sur les recettes des hydrocarbures. Mais la chute du prix du baril de pétrole en 1986 a mis à nu ses insuffisances dont ¹⁸³ :

- L'incapacité de continuer à pratiquer le même type de financement au profit des entreprises publiques économiques importance du financement par le crédit bancaire);
- La faiblesse des structures en amont de collecte de l'épargne ;
- En aval, la faiblesse du niveau des prestations accordées aux clients, concernant en particulier le financement de l'économie avec une prédominance du phénomène de la

¹⁸² BOUMGHAR M. Y, « La conduite de la politique monétaire en Algérie : un essai d'examen », CREAD, Octobre 2004, P12.

¹⁸³ BAHLOUL Belkacem Hacene, Président de l'association nationale des économistes algériens, « Réforme du système bancaire en Algérie (pour un développement durable) », P4.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

centralisation du traitement des dossiers relatifs à la création des petites et moyennes entreprises ;

- Sur le plan technique, le faible niveau des méthodes de travail appliquées dans la prestation de services aux épargnants et aux clients, provoquant des lenteurs bureaucratiques qui incitent les opérateurs à fuir les transactions par les effets de commerce vers les paiements cash.

Ce n'est, qu'en 1990, que le secteur bancaire a renoué avec le rôle qui lui sied dans une économie de marché. En effet, sur le plan législatif, l'action de la Banque Centrale est encadrée par la loi sur la monnaie et le crédit. A la faveur de cette loi, le système bancaire est redevenu un système à deux niveaux : une Banque Centrale et plusieurs banques de second rang (commerciales).

Cette loi prometteuse et ambitieuse avait comme principaux objectifs:

- Mettre un terme définitif à toute ingérence administrative ;
- Réhabiliter le rôle de la Banque Centrale d'Algérie dans la gestion de la monnaie et du crédit ;
- Rétablir la valeur du dinar algérien ;
- Aboutir à une meilleure bancarisation de la monnaie ;
- Encourager les investissements extérieurs utiles ;
- Assainir la situation financière des entreprises du secteur public ;
- Déspécialiser les banques et clarifier les missions dévolues aux banques et aux établissements financiers ;
- Diversifier les sources de financement des agents économiques, notamment les entreprises par la création d'un marché financier.

C'est ainsi que la loi sur la monnaie et le crédit constitue le véritable point de rupture avec les pratiques anciennes.

Les principales implications de la loi 90-10 en matière monétaire et bancaire peuvent être appréciées sur plusieurs plans notamment de :

- L'autonomisation de la sphère monétaire et bancaire par rapport à la sphère réelle ;
- L'autonomisation de la sphère monétaire et bancaire par rapport à la sphère budgétaire ;
- Rétablissement du secteur bancaire en ses deux niveaux hiérarchisés ;

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

- L'institution d'une autorité de supervision de l'activité bancaire ayant les prérogatives d'une juridiction ;
- L'institution d'une Autorité Monétaire singulière.

➤ **L'autonomisation de la sphère monétaire et bancaire par rapport à la sphère réelle**

Déjà, avec la loi de 1988 relative à l'autonomie des entreprises publiques, les banques, qui sont elles aussi des entreprises publiques, sont devenues, en principe, autonomes et soumises aux critères de commercialité et de rentabilité au même titre que les autres entreprises publiques.

Mais c'est la loi 90-10 qui a définitivement supprimé le caractère légal de la domination de ces dernières sur les banques en supprimant d'office :

- L'obligation de domiciliation unique ;
- L'octroi systématique de crédits aux entreprises publiques.

Par ailleurs, l'octroi de crédits doit obéir aux règles prudentielles notamment pour ce qui est de la division des risques et le provisionnement. Les relations entre les banques et les entreprises publiques sont désormais soumises aux règles contractuelles.

➤ **L'autonomisation de la sphère monétaire et bancaire par rapport à la sphère budgétaire**

Depuis que la loi de finances complémentaire pour 1965 a supprimé la limitation (montant et durée) des avances de la Banque Centrale au Trésor Public, la monétisation du déficit budgétaire est devenue systématique. C'est ainsi qu'à la fin 1989, le stock de la dette du Trésor vis-à-vis de la Banque Centrale a atteint 110 milliards DA (avances en compte courant du Trésor ouvert auprès de la Banque Centrale et solde créditeur du CCP de cette dernière anormalement gonflé).

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Par ailleurs, le Trésor oblige les banques à souscrire jusqu'à 5% de leurs dépôts en bons d'équipement. Le montant de ces souscriptions obligatoires s'était élevé à 10 milliards à fin 1989¹⁸⁴.

Le total de la dette publique vis-à-vis du système bancaire a constitué environ 50% de la dette publique interne à cette date.

La loi 90-10 mis fin à cette situation. En effet :

- L'article 213 oblige le Trésor à rembourser sa dette vis-à-vis de la Banque Centrale, au jour de la promulgation de la loi, sur une période de 15 ans, moyennant une convention entre les deux institutions. Cette convention n'est finalement intervenue qu'en 1997 ;
- L'article 78 limite les effets des finances publiques sur la monnaie dans l'année en plafonnant le montant des avances de la Banque Centrale au Trésor à 10% des recettes fiscales ordinaires de l'exercice écoulé et pour une durée totale de 240 jours, le tout devant être remboursé en fin d'année ;
- L'article 77 plafonne le montant des effets publics que la Banque Centrale peut détenir dans son portefeuille à 20% des recettes fiscales ordinaires de l'exercice écoulé ;
- L'article 80 enjoint à la Banque Centrale de maintenir auprès des CCP des avoirs correspondants à ses besoins normalement prévisibles ;
- Enfin, la souscription obligatoire de Bons du Trésor par les banques n'a plus lieu d'être dans la mesure où l'article 93 institue la réserve obligatoire permettant à la Banque Centrale de contrôler la liquidité des banques.

➤ Rétablissement du secteur bancaire en ses deux niveaux hiérarchisés

Une fois la double subordination de la sphère monétaire et bancaire à la sphère réelle et à la sphère budgétaire est juridiquement écartée, il reste à rétablir la hiérarchie au sein du système bancaire lui-même. La mission générale confiée à la Banque Centrale en vertu des dispositions de l'article 55 la place derechef au sommet de la hiérarchie bancaire.

¹⁸⁴ CONSEIL NATIONAL ECONOMIQUE ET SOCIAL, « Regards sur la politique monétaire en Algérie », P 56.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Déléataire exclusif de l'exercice du privilège d'émission de la monnaie de réserve, la Banque Centrale se constitue en prêteur en dernier ressort, sans qu'aucune disposition légale ne l'oblige à fournir automatiquement aux banques les montants qu'elles désirent.

Elle est chargée (art. 92) de définir les normes de gestion (règles prudentielles) que doivent respecter en permanence les banques et les établissements financiers.

Enfin, la loi 90-10 (art. 95) donne à la Banque Centrale la possibilité de déterminer les conditions requises des dirigeants et du personnel d'encadrement des banques et des établissements financiers.

Ces derniers quant à eux, sont rétablis et confrontés dans leur fonction raison d'être : l'intermédiation financière, en particulier :

- La réception des fonds du public (dépôts), pour les banques uniquement ;
- L'octroi de crédit ;
- La mise à disposition et la gestion des moyens de paiement, opérations que seuls les banques et établissements financiers peuvent effectuer à titre de profession habituelle.

Le recours des banques et établissements financiers au refinancement de la Banque Centrale obéit à des règles strictes quant à la nature et à la qualité des effets à présenter.

➤ **L'institution d'une autorité de supervision des banques et ayant les prérogatives d'une juridiction**

Une nouveauté que la loi 90-10 a apporté au système bancaire consiste dans l'institution d'une autorité de supervision des banques et établissements financiers et dotée du pouvoir de sanction : la Commission Bancaire. C'est l'article 143 qui l'institue en disposant dans son premier alinéa ce qui suit :

« Il est institué une commission bancaire chargée de contrôler le respect par les banques et les établissements financiers des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables et de sanctionner les manquements constatés ».

La commission bancaire, composée de deux Magistrats (portés à trois par l'ordonnance 03-11) détachés de la Cour suprême et de deux personnalités réputées compétentes en matière financière, bancaire et comptable et présidée par le Gouverneur, jouit

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

d'une autonomie totale dans l'exercice de sa fonction juridictionnelle. Les sanctions qu'elle peut prononcer (art. 56) à l'encontre de tout assujetti contrevenant peut aller d'un simple avertissement ou blâme au retrait de son agrément et sa mise en liquidation.

L'autonomie de la Commission Bancaire est d'autant renforcée que la nomination des différents membres, qui était du ressort du chef du Gouvernement (art. 144 de la loi 90-10), est établie par décret du Président de la République.

➤ L'institution d'une autorité monétaire singulière

La réforme introduite par la loi 90-10 n'aurait pas eu son sens plein si elle n'avait pas tranché au sujet de l'Autorité Monétaire quant à son unicité, son organisation au sein de la Banque Centrale et son autonomie.

- L'unicité de l'Autorité Monétaire est concrétisée par le Conseil de la Monnaie et du Crédit qui détient les pouvoirs les plus étendus en la matière. Le Conseil de la Monnaie et du Crédit régleme toute activité bancaire (art. 44) autorise et décide en matière d'accès à (et d'exclusion de) la profession bancaire (art. 45, 129 à 131). Le Conseil de la Monnaie et du Crédit est composé de sept membres dont quatre relèvent de la Banque Centrale (le Gouverneur, Président, et trois Vice-Gouverneurs) et trois représentants de l'Exécutif ;
- La majorité appartient donc à la Banque Centrale, ce qui assure l'organisation de l'Autorité Monétaire en son sein ;
- Quant à l'autonomie de l'Autorité Monétaire et par conséquent, de la Banque Centrale, son caractère délicat et entouré de malentendus, mérite qu'on s'y attarde et qu'on y apporte quelques éclairages sur plusieurs plans : doctrinal, fonctionnel, économique, ..., jusqu'aux critères de sa mesure. Pour cela on y reviendra dans le chapitre suivant lorsqu'on étudiera l'efficacité de la politique monétaire en Algérie.

La loi sur la monnaie et le crédit dispose dans son article 22 que la banque centrale doit être dotée d'un directoire composé de sept membres :

- Le gouverneur de la Banque Centrale désigné par le Président de la république pour une durée de six ans renouvelable une seule fois ;
- Trois gouverneurs adjoints nommés par le Président de la république pour une durée de cinq ans dans les mêmes conditions que le gouverneur ;

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

- Trois membres désignés en dehors du conseil de la monnaie et du crédit par le chef du gouvernement, ayant un rôle consultatif et jouissant d'une indépendance des organismes qu'ils représentent.

Cette loi a été soumise à des amendements en 2001 comportant les dispositions suivantes :

- Promulgation de l'ordonnance n° 01-01 du 27/02/2001 abrogeant l'article 22 de la loi 90-10 qui détermine la durée du mandat du gouverneur de la banque centrale et de ses adjoints ainsi que les conditions de sa cessation ;
- Augmentation du nombre des membres du conseil de la monnaie et du crédit désignés par le chef du gouvernement de trois à six conformément à l'article 10 de l'ordonnance n° 01-01.

La loi 90-10 a été remplacée par l'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003, relative à la monnaie et au crédit, elle-même, modifiée et complétée par l'ordonnance n°10-04 du 26 août 2010.

L'ordonnance n° 03-11 a été promulguée en réaction à un certain nombre de dysfonctionnements constatés dans la conduite des réformes économiques d'une manière générale et de la réforme bancaire en particulier.

La Banque d'Algérie, dans sa mission, exerce le privilège d'émission de billets de banque et de pièces de monnaie ayant cours légal sur le territoire national. Elle est la banque des banques, l'agent financier de l'Etat et gère les réserves de change. Elle est garante du bon fonctionnement du système bancaire et financier, veille au bon fonctionnement du système des paiements et assure le secrétariat général de la Commission bancaire.

Suivant l'article 35 de l'ordonnance relative à la monnaie et au crédit, la Banque a pour mission générale de veiller à la stabilité interne (prix) et externe (taux de change) de la monnaie. A ce titre, elle élabore et met en œuvre la politique monétaire.

Outre les attributions traditionnelles de toute banque centrale, la Banque d'Algérie est chargée de l'exécution des décisions prises sous forme de règlement du Conseil de la Monnaie et de Crédit en matière de :

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

- Réglementation des changes et de mouvement de capitaux avec l'étranger ;
- Conditions d'installation des banques et établissements financiers ;
- Règles régissant les opérations de banque et les relations entre les banques et la clientèle ;
- Etablissement des normes de gestion applicables aux banques et établissements financiers ;
- Objectifs en matière d'évolution des différentes composantes de la masse monétaire et du volume de crédit.

Au-delà de ces missions principales, la nouvelle mouture de la législation bancaire (ordonnance 10-04) attribue à la Banque d'Algérie des fonctions relatives aux conditions les plus favorables à un développement soutenu de l'économie. La Banque d'Algérie a pour missions de veiller à la stabilité des prix, mais également de surveiller la position financière extérieure de l'Algérie. La stabilité financière devient ainsi une mission de la Banque d'Algérie. De manière générale, la nouvelle ordonnance accroît le rôle de la Banque d'Algérie en matière de fonctionnement, de surveillance et de sécurité des systèmes de paiement. Elle encadre dorénavant tous les aspects liés à cette fonction, comme le pouvoir de diligenter toute opération d'investissement.

La Banque d'Algérie est dotée de trois organes de décision et d'un organe de surveillance.

Les organes de décision comprennent : le gouverneur, le Conseil de la Monnaie et de Crédit, le conseil d'administration.

Le contrôle et la surveillance sont assurés par le censorat, organe composé de deux censeurs nommés par décret présidentiel.

1.2/ Les dispositions de l'ordonnance sur la monnaie et le crédit

1.2.1/ La surveillance des systèmes de paiement

Le législateur, à travers l'ordonnance n°03-11, complétée et modifiée, a finalement choisi d'opter pour la modernisation du système bancaire et ce, en élargissant la mission de la Banque d'Algérie au fonctionnement et à la surveillance des systèmes de paiement (paiement de masse, paiement de gros montants, règlement-livraison titres, etc.).

1.2.2/ La transposition des normes comptables internationales

Le Conseil de la Monnaie et de Crédit, qui est l'organe de normalisation comptable en matière bancaire, reçoit comme mission, en plus de l'élaboration et de la diffusion des normes et des règles comptables, de s'adapter aux évolutions internationales en la matière, c'est-à-dire l'introduction dans le référentiel comptable propre aux banques et établissements financiers des normes IAS/IFRS (International Accounting Standards) comme c'est le cas partout ailleurs.

1.2.3/ Le renforcement de la supervision bancaire

L'autre point important concerne la supervision des banques. Le mode de contrôle consacré donne une compétence exclusive à la Commission bancaire qui est chargée d'organiser la supervision des banques et des établissements financiers.

1.2.4/ La condition relative au capital minimum

La loi dispose que : « Les banques et les établissements financiers doivent disposer d'un capital libéré en totalité et en numéraire... »

La Banque d'Algérie a modifié la réglementation relative au capital minimum en exigeant, depuis 2004, sa libération totale avec l'institution de nouveaux seuils. Ces seuils ont été relevés. Le nouveau règlement régissant la question, règlement n° 08-04 du 23 décembre 2008, dispose du nouveau montant du capital minimum¹⁸⁵ :

- 10 milliards de dinars, pour les banques ;
- 3,5 milliards de dinars, pour les établissements financiers.

1.2.5/ Le statut de l'établissement financier

Le statut de l'établissement financier a été clarifié pour dissiper toute ambiguïté sur la nature de son activité et les opérations qu'il est autorisé à effectuer. C'est ainsi que les dispositions de l'ordonnance bancaire précisent que les établissements financiers ne peuvent pas recevoir des fonds du public et ne peuvent pas non plus gérer les moyens de paiement, ce qui signifie qu'ils ne peuvent pas assurer un service de caisse à la clientèle avec l'ouverture de comptes courants et la délivrance de chèquiers. Leur activité doit être confiée au crédit sous toutes ses formes (crédit classique, leasing, factoring, capital-risque, etc...) ainsi qu'aux opérations connexes.

¹⁸⁵ KPMG Algérie, Guide investir en Algérie, chapitre 9 : Le système financier et bancaire, édition 2013, P 121.

1.2.6/ Le régime des prises de participation

Parmi les préoccupations prises en charge par la loi, il y a lieu de citer les prises de participation des banques et établissements financiers dans les entreprises créées ou en voie de création et dont le plafond était précédemment limité à 50% des fonds propres. La nouvelle ordonnance a supprimé cette limite de 50% et charge le Conseil de la Monnaie et de Crédit de fixer cette fois des limites uniquement pour les banques. Ce qui signifie que les établissements financiers ne sont plus concernés par ces plafonds. Ces derniers peuvent désormais consacrer leurs ressources au crédit et aux prises de participation sans limites dans des affaires existantes ou en formation, c'est-à-dire dans des interventions en fonds propres dans les entreprises. C'est la vocation première de cette catégorie juridique qu'est l'établissement financier qui reçoit là sa justification économique et se voit ainsi réhabilité pour s'investir dans le capital-risque, le capital investissement, le capital développement, la gestion des fonds d'investissement, en plus des activités de crédit spécifiques telles que le leasing, le factoring, la garantie et le cautionnement, entre autres.

1.2.7/ Les organismes exclus de la législation bancaire

La loi exclut certains organismes du champ d'application de la législation bancaire. Il s'agit du Trésor public et des organismes sans but lucratif. Elle prévoit un système de dérogations uniquement pour les organismes d'habitat. Cela signifie que toute opération bancaire doit être agréée par l'autorité monétaire sous peine de sanctions pénales.

1.2.8/ Les opérations de trésorerie de groupe

La nouvelle législation bancaire reconduit la disposition qui permettait aux sociétés d'un même groupe de procéder à des opérations de trésorerie (prêts) entre elles. Le critère pris en considération pour la tolérance de telles opérations, relevant en principe du monopole des banques et des établissements financiers, se justifie par la notion de contrôle. Ainsi, ce qu'on appelle « l'inside banking », procédé qui ouvre beaucoup de perspectives en termes d'organisation et de gestion, pour peu que les sociétés appartenant à un même groupe sachent bien l'exploiter, peut constituer une solution à leurs problèmes de trésorerie.

La nouvelle mouture de l'ordonnance relative à la monnaie et au crédit n'a pas remis en cause la faculté d'opérer de telles opérations, cependant elles doivent être considérées à la lumière de la nouvelle réglementation relative aux investissements étrangers, en particulier à celle qui est relative à l'interdiction de tout endettement extérieur des entreprises.

1.2.9/ Les conventions réglementées et les opérations normales

Cette autorisation accordée aux sociétés d'un même groupe pour pouvoir effectuer des opérations de prêt intragroupe est cependant inopérante lorsqu'il s'agit des banques et des établissements financiers. C'est ce que confirme l'article 104 de l'ordonnance qui pose le principe de l'interdiction absolue, sans aucune exception, pour les banques et établissements financiers de consentir des crédits à leurs dirigeants, leurs actionnaires et aux entreprises du groupe. Les banques de la place et les investisseurs notamment étrangers voient dans cette disposition une limitation au développement de l'activité des banques et de leurs clients et n'ont pas cessé de demander son amendement, sachant que les dispositions de la loi 90-10 (abrogée) prévoyaient une limitation des financements au profit d'une société du groupe à 20% des fonds propres de la Banque.

1.2.10/ Le retrait du Trésor public de la caisse de garantie des dépôts

La garantie des dépôts a été réaménagée puisqu'il n'est plus question de sociétés par actions, mais de fonds. De plus, on ne retrouve plus ce caractère d'intérêt public qui a conduit le législateur de l'ancienne loi sur la monnaie et le crédit à impliquer le Trésor public dans le financement de la caisse de garantie des dépôts à hauteur de 50% de la part versée par les banques.

1.2.11/ Le droit au compte

Après avoir été supprimée de la législation, l'ordonnance n°10-04 du 26 août 2010, modifiant et complétant l'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit, réintroduit le principe selon lequel toute personne qui s'est vue refuser l'ouverture d'un compte de dépôt par les banques de la place et qui, de ce fait, ne dispose d'aucun compte, peut demander à la Banque d'Algérie de lui désigner une banque auprès de laquelle elle pourra ouvrir un tel compte, et ceci, nonobstant les cas d'interdiction de chéquier et d'interdiction de banque. Ce compte pourra être limité aux seules opérations de caisse.

1.2.12/ Le renforcement de la coopération avec les autorités monétaires étrangères

Cet aspect est pris en charge par l'ordonnance, qui permet ainsi d'organiser des relations de coopération et notamment d'échange d'informations avec les autorités monétaires étrangères.

1.3/ Les principes du système bancaire algérien posés par l'ordonnance 03-11 relative à la monnaie et au crédit

L'ordonnance sur la monnaie et le crédit réserve à toutes les banques et tous les établissements financiers un traitement égal quels que soient la nature, le statut du propriétaire ou l'origine des apporteurs de capitaux (résidents ou non résidents). Aucune discrimination ou différenciation n'est tolérée. Ils doivent tous être agréés dans les mêmes conditions et faire l'objet de la même surveillance prudentielle. L'ordonnance consacre ainsi le principe de l'égalité de traitement.

1.3.1/ Les privilèges accordés aux banques et établissements financiers

L'ordonnance sur la monnaie et le crédit a accordé aux banques et établissements financiers des privilèges en matière de garantie et de recouvrement des créances, qui bénéficient d'un régime dérogatoire par rapport au droit commun.

Tout comme l'ancienne loi, l'ordonnance sur la monnaie et le crédit reconnaît aux banques et aux établissements financiers le statut d'entreprise, avec obligation de rentabilité et de performance.

Les normes prudentielles obligent les banques à mesurer les risques qu'elles prennent dans le cadre de l'activité, quantitativement (ratios) et qualitativement (contrôle interne). Le contrôle interne rendu obligatoire par le règlement 2002-02 est dorénavant rendu obligatoire aux termes mêmes de l'ordonnance n° 10-04 : les banques ont obligation de mettre en place un dispositif de contrôle interne. La nouvelle ordonnance rend obligatoire, par ailleurs, le contrôle de conformité. Dans ce dernier cas, il s'agit d'une conformité aux lois et règlements et du respect des procédures.

L'ordonnance sur la monnaie et le crédit a également institué la concertation et la coopération entre la Banque centrale et les autorités en charge de l'économie. Les règles de procédure sont inscrites dans l'ordonnance. Le modèle de banque centrale totalement indépendante qui ne gère que l'agrégat monétaire sans se soucier du reste n'existe plus.

1.3.2/ Large délégation de pouvoirs aux autorités monétaires

Le choix du législateur d'accorder une large délégation de pouvoirs aux autorités bancaires procède du souci de faciliter la mise en place de mesures pratiques, conformes aux besoins de gestion des banques et établissements financiers. Voilà pourquoi il est apparu plus

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

judicieux de déléguer à l'autorité monétaire les pouvoirs qui lui permettent de réglementer par de simples mesures les domaines qui intéressent la profession bancaire, permettant ainsi la modernisation progressive constatée au sein du système bancaire ces dernières années.

Les règlements édictés depuis 1990 par le Conseil de la Monnaie et de Crédit dans des domaines aussi variés que la comptabilité, les règles prudentielles, le contrôle des changes, les conditions de banque, les conditions d'implantation des guichets et des banques, les garanties, les moyens de paiements, etc..., ressortent tous de cette nouvelle vision.

1.3.3/ Séparation entre l'autorité de réglementation et l'autorité de supervision

Le législateur a introduit une séparation entre l'autorité qui réglemente et l'autorité qui supervise. Il leur a conféré une autonomie et une indépendance propre à chacune, qui les met à l'abri de toute interférence. Cependant, il convient de préciser que le législateur reconnaît à la Commission bancaire un pouvoir de réglementation circonscrit aux modes opératoires (canevas, explications) des dispositions prudentielles édictées par le Conseil de la Monnaie et de Crédit qui nécessitent des détails techniques en raison de la complexité de leur mise en œuvre par les banques et les établissements financiers.

1.4/ La Banque d'Algérie et les banques et établissements financiers (agréés au 02 janvier 2013)

1.4.1/ Présentation de la Banque d'Algérie

La banque centrale d'Algérie fut créée par la loi numéro 62-144 votée par l'Assemblée constituante le 13 Décembre 1962, portant création et fixant les statuts de la Banque Centrale.

Des aménagements furent apportés au cours des années 70 et le début des années 80. La réforme du système financier, tant dans son mode de gestion que dans ses attributions, devenait néanmoins impérative.

La loi n° 86-12 du 19 août 1986 portant régime des banques marque l'amorce de la refonte du système bancaire algérien.

C'est ainsi que la Banque Centrale recouvre des prérogatives en matière de définition et d'application de la politique monétaire et de crédit, en même temps qu'étaient revus ses rapports avec le Trésor Public.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Ces aménagements se sont toutefois avérés peu adaptés au nouveau contexte socio-économique marqué par de profondes réformes.

La loi n°90-10 du 14 Avril 1990 modifiée et complétée relative à la monnaie et au crédit allait redéfinir complètement la configuration du système bancaire algérien.

La loi confère ainsi une large autonomie, tant organique que fonctionnelle à la Banque Centrale, désormais dénommée Banque d'Algérie.

L'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit a modifié et complété la loi n°90-10 du 14 avril 1990.

L'ordonnance n°10-04 du 26 août 2010 modifiant et complétant l'ordonnance n° 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit.

La direction, l'administration et la surveillance de la Banque sont assurées respectivement par le Gouverneur, le Conseil d'administration, présidé par le Gouverneur et par deux censeurs. Le Conseil d'administration est composé de trois Vice-gouverneurs et de trois hauts fonctionnaires désignés en raison de leurs compétences en matière économique et financière.

Le Gouverneur est nommé par décret présidentiel. Les trois Vice-Gouverneurs sont nommés dans les mêmes conditions. Les autres membres du Conseil d'administration sont nommés par décret exécutif.

Les censeurs sont nommés par décret présidentiel, sur proposition du Ministre chargé des finances.

Le conseil d'administration, jouit des prérogatives classiques reconnues à un organe de ce type.

- **Rôle et missions**

La Banque d'Algérie a pour mission de maintenir dans le domaine de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement ordonné de l'économie.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

La Banque d'Algérie établit les conditions générales dans lesquelles les banques et les établissements financiers algériens et étrangers peuvent être autorisés à se constituer en Algérie et à y opérer.

Elle établit, en outre, les conditions dans lesquelles cette autorisation peut être modifiée ou retirée.

La Banque d'Algérie détermine toutes les normes que chaque banque doit respecter en permanence, notamment celles concernant :

- Les ratios de gestion bancaire ;
- Les ratios de liquidités ;
- L'usage des fonds propres –risques en général, etc...

• Organisation

Pour mener à bien ses missions, la Banque d'Algérie est organisée au niveau central en :

➤ Sept Directions Générales s'occupant des départements d'études, d'inspection et des activités bancaires

- Direction Générale des Etudes ;
- Direction Générale de l'Inspection Générale ;
- Direction Générale du Crédit et de la Réglementation Bancaire ;
- Direction Générale du Contrôle des Changes ;
- Direction Générale de la Caisse Générale ;
- Direction Générale des Relations Financières Extérieures ;
- Direction Générale du Réseau.

Deux des Directions Générales gérant des aspects spécifiques liés à l'émission de billets et à la formation bancaire, il s'agit de :

- La Direction Générale de l'Hôtel des Monnaies (Imprimerie et frappe)
- La Direction Générale de l'Ecole Supérieure de Banque qui prend en charge la fonction formation et le recyclage du personnel de l'ensemble du secteur bancaire.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

➤ Deux Directions Générales chargées de la gestion administrative et des moyens de la Banque, il s'agit de :

- La Direction Générale des Ressources Humaines ;
- La Direction Générale de l'Administration des Moyens.

Elle dispose, en outre d'un réseau composé de 48 agences et succursales, lui assurant une présence effective dans chacune des wilayas du pays : les agences et succursales sont coordonnées par trois directions régionales implantées dans les villes d'Alger, Oran et Annaba.

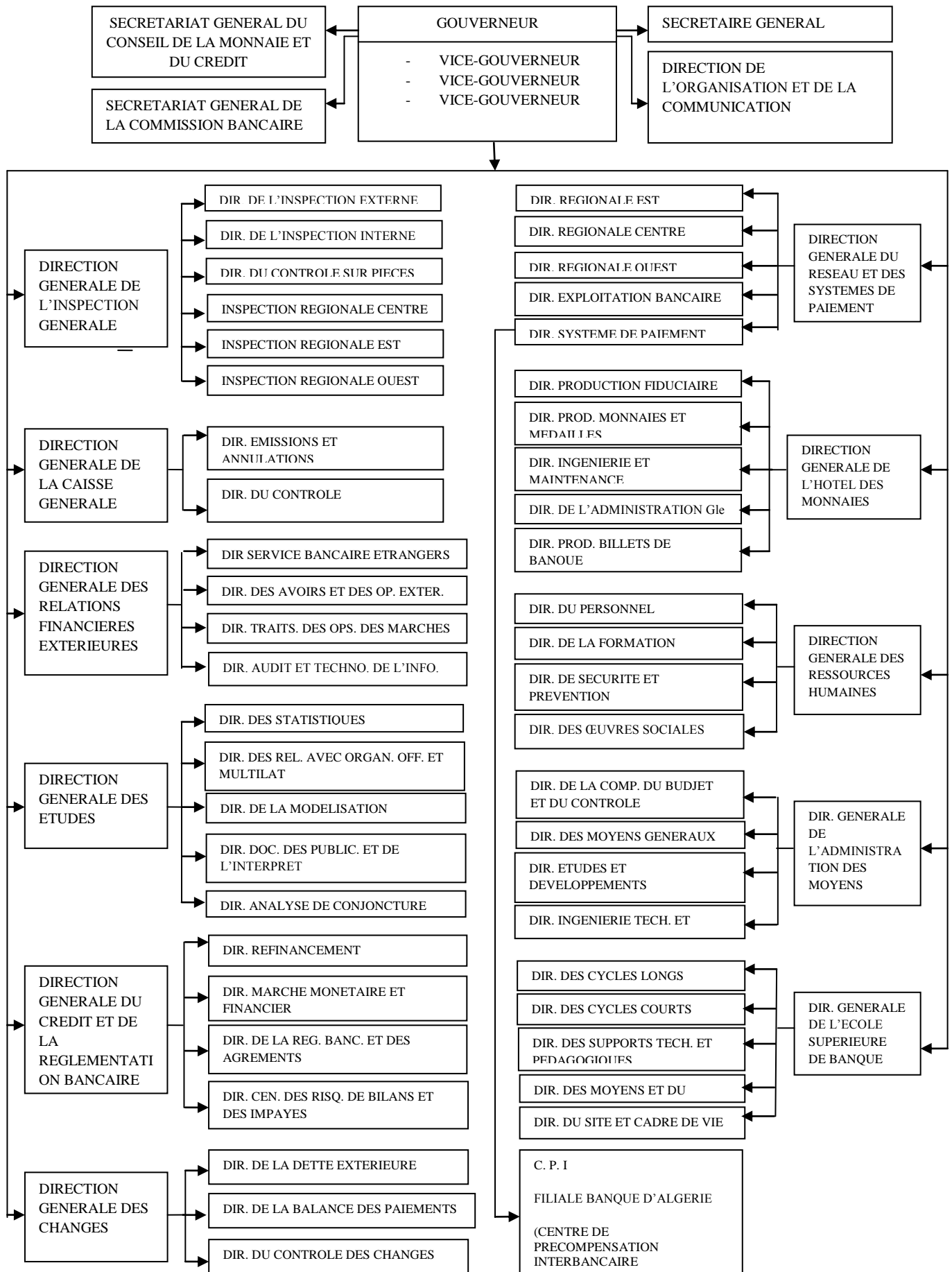
Un personnel de près de 3000 agents contribue, à tous les niveaux, à la réalisation des objectifs de la Banque.

Un vaste programme de modernisation des équipements et des méthodes de travail ainsi qu'un programme de formation ont été mis en œuvre afin de permettre à la Banque d'Algérie de répondre et de veiller à ce que le système bancaire en général réponde aux exigences du nouveau contexte, tant national qu'international.

Une cellule chargée de la mise en œuvre du projet 'SYSTEME DE PAIEMENT' est installée depuis la fin de l'année 2001.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

• Organigramme (Banque d'Algérie, 2012)



1.4.2/ Les banques et établissements financiers

Le secteur bancaire algérien est un secteur en développement. Ce développement s'apprécie par le nombre total des banques et établissements financiers et par celui des guichets bancaires de plein exercice installés en Algérie.

Au moment de l'entrée en vigueur de la loi sur la monnaie et le crédit, en 1990, le secteur bancaire était principalement constitué de cinq banques commerciales publiques, de la Caisse nationale d'épargne et de prévoyance (CNEP) et de la Banque algérienne de développement (BAD), avec un réseau d'agences qui s'étendait sur tout le territoire national.

A ce secteur bancaire public, est venue s'ajouter, à partir de 1991, la banque mixte Al Baraka, constituée entre le groupe saoudien Della Al Baraka et la Banque algérienne de l'agriculture et du développement (BADR). A partir de 1995, le secteur bancaire va enregistrer la création de nombreuses institutions financières s'inscrivant dans la logique de soutien à l'activité bancaire et répondant à des préoccupations parfois sectorielles.

En effet, le soutien au financement du secteur de l'habitat a conduit à :

- La transformation de la CNEP en CNEP-Banque ;
- La création de la Caisse nationale du logement (CNL) ;
- La création de la Société de refinancement hypothécaire (SRH) ;
- La mise en place de la Caisse de garantie des crédits immobiliers (CGCI) ;
- Et au Fonds de garantie de la promotion immobilière (FGPI).

De même, le soutien au secteur de l'équipement (infrastructures de base) a conduit à :

- La restructuration de la BAD (dénommée désormais Fonds national d'investissement) ;
- La création de la Caisse de garantie des marchés publics (CGMP), en 1998 ;
- La création de la Caisse nationale d'équipement et de développement (CNED), en 2005.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

A côté de ces institutions financières publiques, on a assisté au développement, depuis 1995, d'un grand nombre de banques et établissements financiers privés, dont certains avec l'appui d'apporteurs de capitaux étrangers.

Il convient aussi de noter qu'en avril 1990, la loi relative à la monnaie et au crédit a permis la constitution de banques et établissements financiers à capitaux privés nationaux et internationaux, et ce, seuls ou en partenariat.

La politique d'ouverture économique prônée et consacrée par un ensemble de textes législatifs, dont la loi sur la monnaie et le crédit, a incité nombre de banques internationales de renom à envisager leur présence en Algérie sous une forme ou une autre (partenariat ou succursale).

Dans une première phase, et en vue de permettre à ces institutions de mieux suivre les développements de l'économie algérienne, des bureaux de représentation ont été ouverts en 1991 sous la direction de cadres détachés par les maisons mères : il s'agit notamment de la Citibank, du Crédit Lyonnais devenu Calyon, de la BNP Paribas et de la Société Générale.

Cependant, les tensions enregistrées sur la scène politique durant la décennie suivante ont conduit ces institutions à geler temporairement leurs projets bancaires.

Un vif regain d'intérêt des banques étrangères devait pourtant se manifester au début de l'année 1997.

Au 02 janvier 2013, les banques et établissements financiers agréés sont les suivants¹⁸⁶ :

➤ **Les banques :**

- Banque Extérieure d'Algérie (BEA) ;
- Banque Nationale d'Algérie (BNA) ;
- Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR) ;
- Banque de Développement Local (BDL) ;
- Crédit Populaire d'Algérie (CPA) ;
- Caisse d'Epargne et de Prévoyance (CNEP-Banque) ;
- Banque Al Baraka Algérie ;

¹⁸⁶ Document de la Banque d'Algérie

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

- Arab Banking Corporation Algérie (ABC) ;
- Natixis Banque;
- Société Générale Algérie;
- CityBank N. A. Algeria (succursale de banque);
- Arab Bank PLC Algeria (succursale de banque) ;
- B. N. P. – Paribas El Djazair ;
- Trust Bank Algeria ;
- Gulf Bank Algeria ;
- The Housing Bank For Trade and Finance-Algeria ;
- Fransabank El-Djazair;
- Crédit Agricole Corporate et Investissement Bank – Algérie ;
- Al Salam Bank – Algeria – SPA ;
- H. S. B. C Algérie (succursale de banque).

➤ **Etablissements financiers**

a) Etablissements financiers à vocation générale

- Caisse Nationale de Mutualité Agricole (CNMA) ;
- Société Financière d'Investissement, de Participation et de Placement – SPA-(SOFINANCE – SPA) ;
- Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) ;
- Arab Leasing Corporation (Société de Crédit Bail) ;
- Cetelem Algérie ;
- Maghreb Leasing Algérie ;
- Société Nationale de Leasing – SPA ;
- Ijar Leasing Algérie –SPA ;
- El Djazair Ijar – SPA.

b) Etablissements financiers à vocation spécifique

- Banque Algérienne de Développement (BAD)

➤ Bureaux de liaison

- British Arab Commercial Bank ;
- Union des Banques Arabes et Françaises ;
- Crédit Industriel et Commercial ;
- Crédit Agricole Indosuez ;
- Tunis International Bank ;
- Fortis Bank ;
- Banco Sabadel.

Au plan réglementaire, des changements significatifs ont été apportés à la loi du 13 décembre 1962 par la loi du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit, modifiée par l'ordonnance du 27 février 2001 puis remplacée par l'ordonnance du 26 août 2003, elle-même, modifiée et complétée par l'ordonnance n°10-04 du 26 août 2010.

Section 2 : Contexte macroéconomique interne de la politique monétaire en Algérie

La politique monétaire a enregistré, en Algérie, avec le temps, des mutations profondes. Cette politique est indissociable des évolutions macroéconomiques. Par conséquent, il apparaît indispensable de parcourir l'histoire récente des indicateurs pertinents de l'économie nationale.

Nous allons donc, dans cette section, dégager les performances économiques récentes. Il est aisé de constater que les performances réalisées ces dernières années, ne peuvent être analysées sans que l'on fasse référence au prix du baril du pétrole qui constitue un paramètre essentiel de la configuration financière de l'économie algérienne.

Les ressources naturelles, essentiellement les hydrocarbures, ont joué et continuent à jouer un rôle primordial dans l'économie algérienne, dans la mesure où les revenus générés par l'exploitation de ces ressources constituent l'essentiel des recettes d'exportation du pays et une part substantielle des revenus budgétaires. Aussi, le mode de gestion et d'allocation de ces ressources constitue un facteur déterminant dans l'évolution de l'économie algérienne.

2.1/ La croissance économique

L'un des objectifs de l'accord de 1994 entre l'Algérie et le Fonds Monétaire International était la stabilisation macroéconomique sur le plan interne qui vise à¹⁸⁷ :

- Favoriser le retour à une croissance économique positive et durable ;
- Maîtriser l'inflation et la ramener à des niveaux comparables à ceux des pays principaux partenaires de l'Algérie.

L'évolution de l'activité économique, en termes de croissance du produit intérieur brut, a subi de fortes fluctuations dans un contexte de croissance retrouvée à partir de la seconde moitié des années 1990.

La croissance du produit intérieur brut avait été sur une période de huit années (1986 – 93) en moyenne négative de 0,5 % (avec des pointes vers le bas de – 2,2 % en 1988 et en 1993). A partir de 1995, la croissance est devenue positive.

¹⁸⁷ ACHOUR-KEBIR Nacer, « La problématique de la convertibilité totale et de la libéralisation des mouvements de capitaux, expériences, enseignements et perspectives pour l'Algérie », mémoire de fin d'études, Diplôme supérieur des études bancaires, décembre 2003, p 83.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Les taux de croissance médiocres enregistrés étaient dus à des sources d'influences externes défavorables. L'aggravation de la situation économique et financière en 1994 a conduit les autorités à mettre en place un programme de réformes appuyé par le Fonds Monétaire International et la Banque mondiale, et à entamer des négociations pour le rééchelonnement de la dette extérieure. Ces réformes ont jeté les bases d'une reprise de la croissance. Mais au début, les réformes étant lentes et la récession se faisant durement ressentir, on assistait à l'aggravation des troubles civils.

Le gouvernement a donc décidé de lancer un programme d'ajustement devant lui permettre de stabiliser l'économie et de retrouver de la croissance, afin de réduire le chômage en forte augmentation et d'améliorer le niveau de vie de la population. Ce programme visait à corriger les déséquilibres budgétaires grâce à des mesures monétaires et fiscales, à la reprogrammation de la dette extérieure et à l'instauration de réformes structurelles où figuraient la libéralisation du commerce, une dévaluation en deux étapes du dinar algérien (70% au total) entre avril et septembre 1994 et un régime de flottement contrôlé en 1995, soutenu par un marché de change interbancaire et la restructuration des entreprises publiques.

Le taux de croissance a chuté en 1997 à cause de la récession qui a caractérisé le secteur hors hydrocarbures. Après une nette reprise en 1998 de 5,5%, il a chuté à nouveau à partir de 1999 à 3,2% et cette chute a persisté pendant les deux années suivantes (2,4% en 2000 et 2,1% en 2001).

Le déclin de la croissance en 2001 est causé essentiellement par la réduction des quotas de production du pétrole dans le cadre de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole pour soutenir le prix du baril dont dépend fortement le taux de croissance. Dans le contexte d'urgence qui prévalait en 2001, les pressions sociales et politiques ont conduit à la mise en place du premier programme d'investissement public.

Le pays a atteint en 2002 un nouveau pallier de croissance qui, en restant lié aux performances du secteur des hydrocarbures, résulte des efforts de réforme déployés par le gouvernement. Des réformes ont été introduites dans des domaines variés comme la concurrence, la libéralisation du commerce extérieur et des paiements, la fiscalité, le secteur financier, la gestion des entreprises publiques ou la privatisation. En 2002, le taux de croissance a atteint 4,1% tandis qu'en 2003, il est estimé à 7%.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

La croissance du produit intérieur brut réel, qui s'établissait à 7% en 2003, s'est modérée à 5,2% en 2004¹⁸⁸ par suite du ralentissement de la croissance de la production d'hydrocarbures et de la baisse de la production agricole par rapport à 2003, qui avait été une année marquée par des récoltes exceptionnelles.

De 5,2% en 2004, le taux de croissance global passe à 5,3% en 2005.

L'année 2005 a marqué le début du programme complémentaire de soutien à la croissance (PCSC). Cet ambitieux programme (2005-2009) prolonge l'action du programme de soutien à la relance économique (PSRE) de 2001 à 2004. Le PCSC est doté d'une enveloppe budgétaire de 55 milliards de dollars à laquelle il faut ajouter quelques 14 milliards destinés au développement des régions des hauts plateaux et du grand Sud. L'action budgétaire entend entretenir la croissance économique, substantielle depuis quelques années, en dotant le pays d'infrastructures adéquates afin d'améliorer le climat des affaires et d'inciter le secteur privé à s'impliquer davantage dans la relance de la croissance.

Les bons résultats macro-économiques ne parviennent pas, cependant, à influencer positivement et durablement la sphère réelle en générant, notamment une croissance substantielle de l'industrie et une diversification des exportations. La croissance est toujours tirée essentiellement par les services et les hydrocarbures ; ce qui pose le problème de sa soutenabilité à long terme. Bien que la formation brute du capital ait été jusqu'en 2005 sa performance essentielle, le secteur privé n'arrive pas à créer une alternative viable pour une croissance moins dépendante des hydrocarbures. En effet, le secteur privé investit dans le secteur des biens non échangeables (services et BTP [bâtiments et travaux publics]) pour profiter de la demande générée par l'action budgétaire et échapper à une concurrence étrangère de plus en plus vive avec l'ouverture accrue du pays (accord d'association avec l'Union européenne, accords d'intégration régionale). De par sa structure (97% des entreprises emploient moins de 10 travailleurs), le secteur privé aura probablement tendance à s'abriter davantage encore dans ces secteurs et dans l'économie informelle pour échapper aux incertitudes que fait peser l'ouverture. Par ailleurs, l'Etat émergera et s'affirmera durant toute la période du PCSC comme le premier investisseur.

¹⁸⁸ Rapport du FMI n° 06/93, Mars 2006, P6.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Les hydrocarbures continuent à peser d'un grand poids sur la croissance économique et la macroéconomie. Cette forte influence s'exerce par deux canaux : la croissance spécifique du secteur des hydrocarbures, compte tenu de leur poids dans le produit intérieur brut, et la fiscalité des hydrocarbures (plus de 75% des recettes budgétaires en 2006) qui permet de financer les grands programmes publics générateurs de croissance dans les services, le bâtiment et travaux publics et la construction.

La part des hydrocarbures dans le produit intérieur brut a augmenté en 2005 en s'établissant à 45% contre 38 en 2004. La contribution des hydrocarbures à la croissance s'est également accentuée en 2005. Elle est passée à 43.1 % contre 25% seulement en 2004. La croissance globale du secteur a été de 5.8% en 2005, pour une croissance du produit intérieur brut de 5.3%¹⁸⁹.

Par suite d'une baisse de la production d'hydrocarbures occasionnée par des travaux d'entretien, la croissance du PIB réel a diminué en 2006, passant de 5,3% en 2005 à 3% en 2006. La croissance du PIB hors hydrocarbures (PIBHH) s'est maintenue à 4,5% par suite d'une activité soutenue dans le secteur des bâtiments et travaux publics résultant de l'importante impulsion budgétaire, ainsi que dans le secteur de l'agriculture¹⁹⁰.

La croissance annuelle moyenne du PIB hors hydrocarbures –environ 55% du PIB total- a approché 6% sur la période 2003-2007. En moyenne, la croissance du PIB global s'est établie à 4,5% car la production pétrolière a été moins dynamique en 2006-2007. La croissance du PIB hors hydrocarbures, dynamisée par le programme d'investissement public, a atteint 6,3% en 2007.¹⁹¹

Les performances économiques enregistrées par l'Algérie durant la période 2001-2007 ont confirmé la solidité marquée du cadre macroéconomique, après le retour à la stabilité macro financière en 2000.

Malgré un environnement extérieur défavorable, le Produit intérieur brut (PIB), en volume, a progressé de 2,4 % en 2008 contre 3,1 % en 2007. Cette faible croissance est principalement, le fait de la baisse de la production dans le secteur des hydrocarbures qui a

¹⁸⁹ BAfD/OCDE 2007, perspectives économiques en Afrique, p 120.

¹⁹⁰ Rapport des services du FMI sur les consultations de 2006 au titre de l'article IV, rapport n° 07/72, février 2007, P 8.

¹⁹¹ Rapport des services du FMI sur les consultations de 2008, rapport n° 09/108, avril 2009, P 4.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

enregistré un recul de 2,3 % par rapport à 2007 et dont la part reste dominante (45,5 %) dans la formation du PIB.

Hors hydrocarbures, la croissance du PIB a atteint 6,1 %, tirée essentiellement par les activités des secteurs du bâtiment et travaux publics (+ 9,8 %) et des services (+ 7,8 %) ; en relation, notamment, avec l'accroissement de la dépense publique d'investissement générée par la poursuite de l'exécution du programme complémentaire de soutien à la croissance et des deux programmes Hauts plateaux et Sud¹⁹².

La croissance du PIB hors hydrocarbures a atteint 9,3% en 2009, soutenue par une excellente récolte de céréales et une bonne performance des secteurs des services et du bâtiment tirés par le Programme d'investissement public (PIP).

Cependant, une baisse sensible de la production d'hydrocarbures (-6%) a réduit la croissance globale à environ 2,5%.

Après deux années d'activité économique à rythme modéré à 2,4%, la reprise de la croissance, tirée par la demande intérieure, elle-même soutenue par l'accroissement des ressources, se confirme en 2010 : 3,3%, pendant que le secteur des hydrocarbures enregistre une croissance négative depuis 2006 (la production de pétrole et de gaz a chuté de 2,6%¹⁹³). En effet, tous les secteurs d'activité autres que celui des hydrocarbures ont connu une croissance positive, avec une faible performance de l'industrie, 0.9% contre 5% en 2009, et l'agriculture, 6% contre 20% en 2009 ; le PIB hors hydrocarbures en volume progressant à hauteur de 6% en 2010¹⁹⁴. La croissance appréciable hors hydrocarbures, inégalement répartie par secteur, est portée par l'accroissement de la contribution des secteurs des services marchands, notamment commerce et transport, non marchands et du bâtiment et travaux publics, en contexte de recul de celles de l'industrie manufacturière et de l'agriculture.

L'économie algérienne a continué à enregistrer de bonnes performances. En 2012, la croissance est estimée à 3.3% et tirée principalement par les investissements publics, la demande intérieure entretenue par d'importants revenus accumulés et la bonne tenue du prix

¹⁹² Ministère des finances, « le comportement des principaux indicateurs macroéconomiques et financiers en 2008 », DRI, mai 2009.

¹⁹³ Rapport du FMI pour les consultations de 2011, P 4.

¹⁹⁴ Rapport de la Banque d'Algérie, « Evolutions économiques et monétaires en 2010 », 20 août 2011, P 4.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

du pétrole (le prix moyen du baril était de 110,9 USD en 2012). Hors hydrocarbures, la croissance est estimée à 7,1% (contre 5,7% en 2011).

L'économie algérienne reste très dépendante de sa rente pétrolière. Le secteur des hydrocarbures continue de générer environ 97% des ressources globales des exportations, 70% des recettes budgétaires et en moyenne 37% du produit intérieur brut. Cependant, le secteur fait face à une baisse tendancielle de sa production en volume (205.82 millions de tonnes équivalent pétrole (TEP) en 2011 contre 233.3 millions de tonnes équivalent pétrole en 2007), qui s'est déjà traduite par une moindre contribution du secteur pétrolier au PIB, de 43.7% en 2007 à 36.7% en 2011 et une baisse de près de 3.3% des exportations d'hydrocarbures en volume, qui passent de 133.15 millions de tonnes équivalent pétrole en 2007 à 110.81 millions de tonnes équivalent pétrole en 2011¹⁹⁵. La stratégie de diversification des sources de revenu en Algérie intègre un important volet de création de valeur dans la chaîne de production des hydrocarbures. Un programme d'investissement d'envergure est en cours de réalisation, en vue de renforcer les capacités nationales de raffinage et de développer l'industrie de la sous-traitance, notamment dans le domaine de la pétrochimie.

En 2013, la croissance de l'économie algérienne s'est établie à 3% contre 3,3% en 2012, du fait principalement d'une baisse de la production dans le secteur des hydrocarbures et, à un degré moindre, de celle des dépenses publiques, conséquence des efforts de consolidation budgétaire. La croissance a été tirée principalement par la demande privée et les investissements des entreprises publiques. La croissance hors hydrocarbures est quant à elle estimée à 5.9%, contre 7.1% en 2012.

En termes de répartition sectorielle du produit intérieur brut, l'économie algérienne reste très dépendante du secteur des hydrocarbures : celui-ci représente plus du tiers du produit intérieur brut (36% en 2012), assure 70% des recettes budgétaires et 98% de ses exportations. Ainsi, avec une production d'hydrocarbures en baisse, une consommation domestique d'énergie en hausse et des exportations d'hydrocarbures en chute aussi bien en volume (-7.4%) qu'en valeur (-10.3%), la vulnérabilité de l'économie algérienne aux fluctuations de ce secteur s'est accentuée en 2013. Ce constat pose la question de la soutenabilité des finances publiques et de la viabilité du financement de l'économie à long terme. Il révèle aussi un besoin urgent de diversification et de transformation structurelle de

¹⁹⁵ BAfD, OCDE, PNUD 2014, Perspectives économiques en Afrique, Algérie, P 4.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

l'économie algérienne. Toutefois, le développement du secteur privé et la diversification des sources de croissance sont contrariés par un climat des affaires nécessitant des réformes importantes.

Quant au secteur agricole, avec une part de 10% du produit intérieur brut en 2013, sa croissance, en hausse, est passée de 6.3% en 2012 à 9.4% en 2013, en raison d'une meilleure saison agricole, permettant à toutes les filières de progresser, à l'exception de la production céréalière et celle du tabac, lesquelles ont baissé respectivement de 4% et de 5%. Pour sa part, le secteur industriel (hors hydrocarbures), dont la contribution au produit intérieur brut reste inférieure à 5%, a fait preuve, selon l'indice de la production industrielle de l'Office national des statistiques (ONS), d'un certain dynamisme au premier semestre 2013, avec des taux de croissance respectifs de 12.5% pour le groupe « industries sidérurgiques, métalliques, mécaniques, électroniques et électriques », de 7.5% pour le groupe « chimie, caoutchouc et plastique » et de 7.3% pour le groupe « bois, liège et papier ». Par ailleurs, les grands travaux d'infrastructures du Programme d'investissements publics 2010-2014 ont maintenu la contribution du secteur de la construction et des travaux publics à 9.6% du produit intérieur brut en 2012. Ce secteur connaît un redémarrage de croissance, estimée à 8.2% en 2012 contre 5.2% en 2011. Enfin, le secteur des services a contribué à hauteur de 41% au produit intérieur brut en 2012, dont 23% pour les services marchands et 18% pour les services des administrations publiques, qui ont connu des croissances respectives de 4.2% et 6.4%¹⁹⁶.

Afin de mieux visualiser l'évolution des principaux indicateurs déjà examinés, nous présenterons ci-après quelques tableaux avec un regroupement des principales données .

¹⁹⁶ BAfD, OCDE, PNUD 2014, Perspectives économiques en Afrique, Algérie, P4.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Tableau 3: Répartition sectorielle du PIB au prix courants¹⁹⁷ (valeurs en milliards de dinars)

	PIB								Droits et taxes à l'importation
	Hydrocarbures	Autres secteurs	agriculture	industries	BTP	Services hors administrations publiques	Services des administrations publiques		
2009	9 968,0	3 109,1	6 143,1	931,3	570,7	1 094,8	2 349,1	1 197,2	715,8
2010	11 991,6	4 180,4	7 063,5	1 015,3	617,4	1 257,4	2 587,3	1 587,1	747,7
2011	14 526,2	5 242,1	8 429,5	1 183,2	663,8	1 333,3	2 862,6	2 386,6	854,6
2012	16 115,5	5 536,4	9 501,6	1 421,7	728,6	1 491,2	3 205,6	2 654,5	1 077,5

Tableau 4 : Taux de croissance du PIB réel (de 1971 à 2013)¹⁹⁸

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Croissance du PIB (%)	-11,3	27,4	3,8	7,5	5,0	8,4	5,3	9,2	7,5	0,9	3,0	6,4	5,4

1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
3,3	3,7	0,4	-0,7	-1,0	4,4	1,1	-1,2	1,8	-2,1	-0,9	3,8	4,1	1,1	5,1	3,2

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
2,4	2,1	4,1	6,8	5,8	5,3	3	3,1	2,4	2,5	3,3	2,4	3,3	3

¹⁹⁷ Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, n°27, septembre 2014, P 26.

¹⁹⁸ Tableau réalisé par nous-mêmes à partir des données de la BA, du FMI et le rapport : « regards sur la politique monétaire en Algérie », de la commission : perspectives de développement économique et social du Conseil national économique et social.

Graphique 15 : Taux de croissance du PIB réel de 1990 à 2013¹⁹⁹

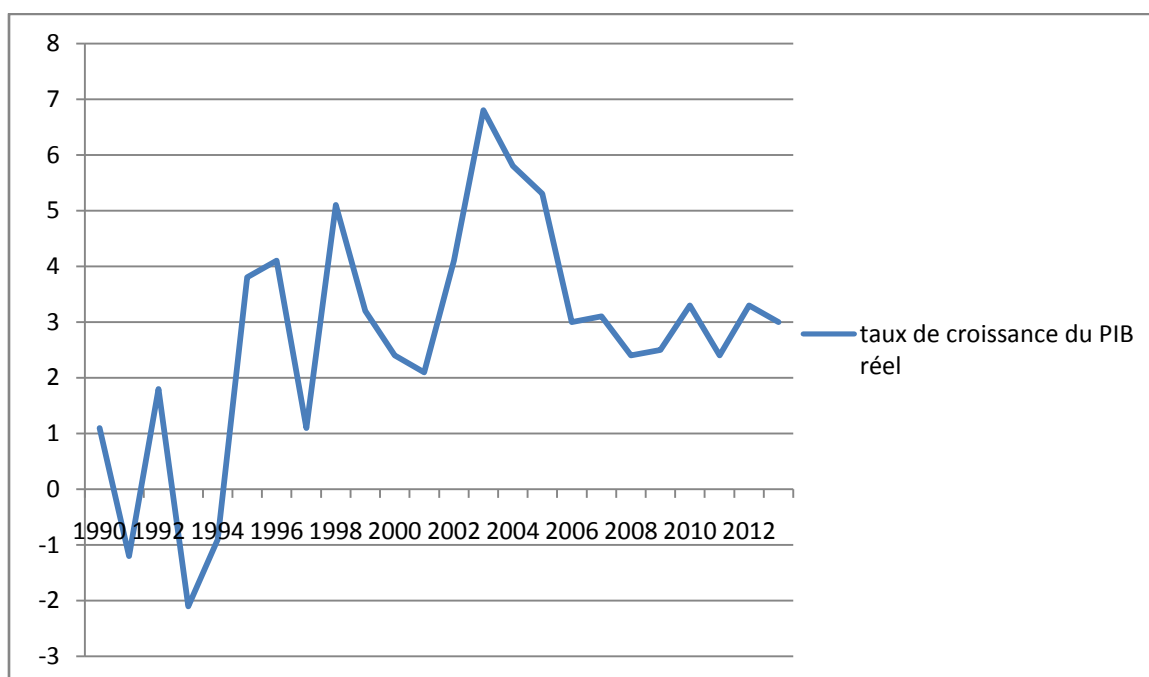


Tableau 5 : PIB en milliards de dinars²⁰⁰ (de 1970 à 2013)

Année	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
PIB	24,0	24,9	30,3	34,5	55,2	61,4	73,8	87,0	104,6	128,1	162,5	191,5

Année	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PIB	207,55	233,75	263,86	291,6	296,55	312,7	347,72	422,04	554,4	862,1	1047,7	1189,7	1487,4

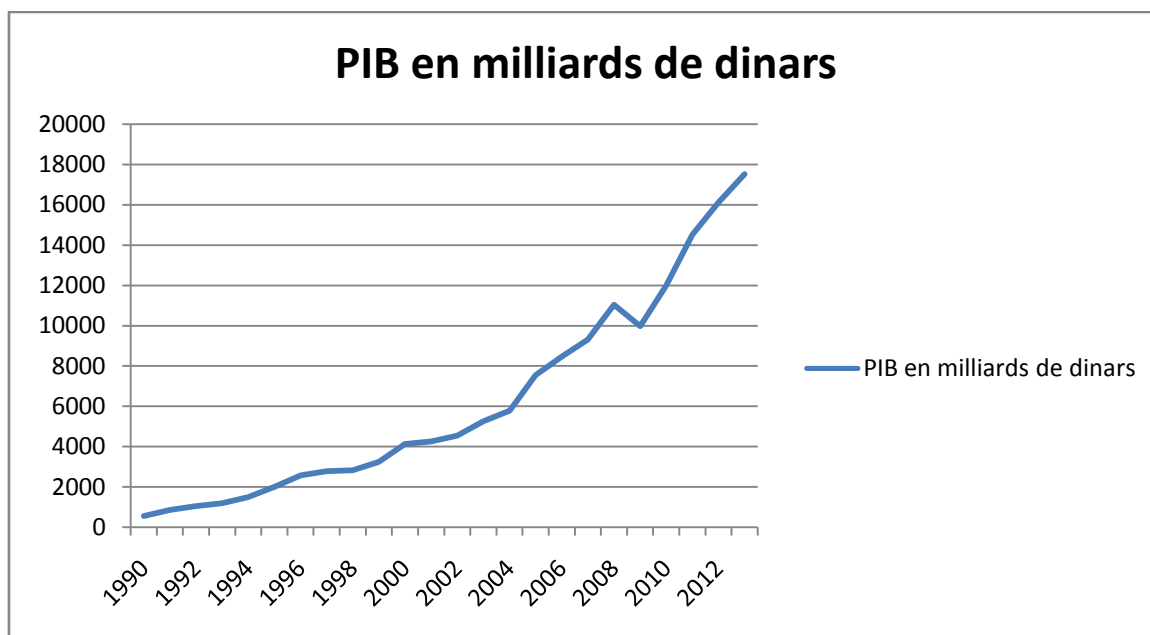
Année	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PIB	2004,9	2570	2780,2	2830,5	3238,2	4123,5	4260,8	4537,7	5264,2	5789,0	7544	8461

Année	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB	9306	11043,7	9968,0	11991,6	14526,2	16115,5	17521,5

¹⁹⁹ Construit par nous-mêmes à partir des données du tableau 4.

²⁰⁰ Tableau construit par nous-même à partir des données de la BA, du FMI, de l'ONS et de rapport : « regards sur la politique monétaire en Algérie », de la commission : perspectives de développement économique et social du Conseil national économique et social.

Graphique 16: PIB en milliards de dinars (1990-2013)



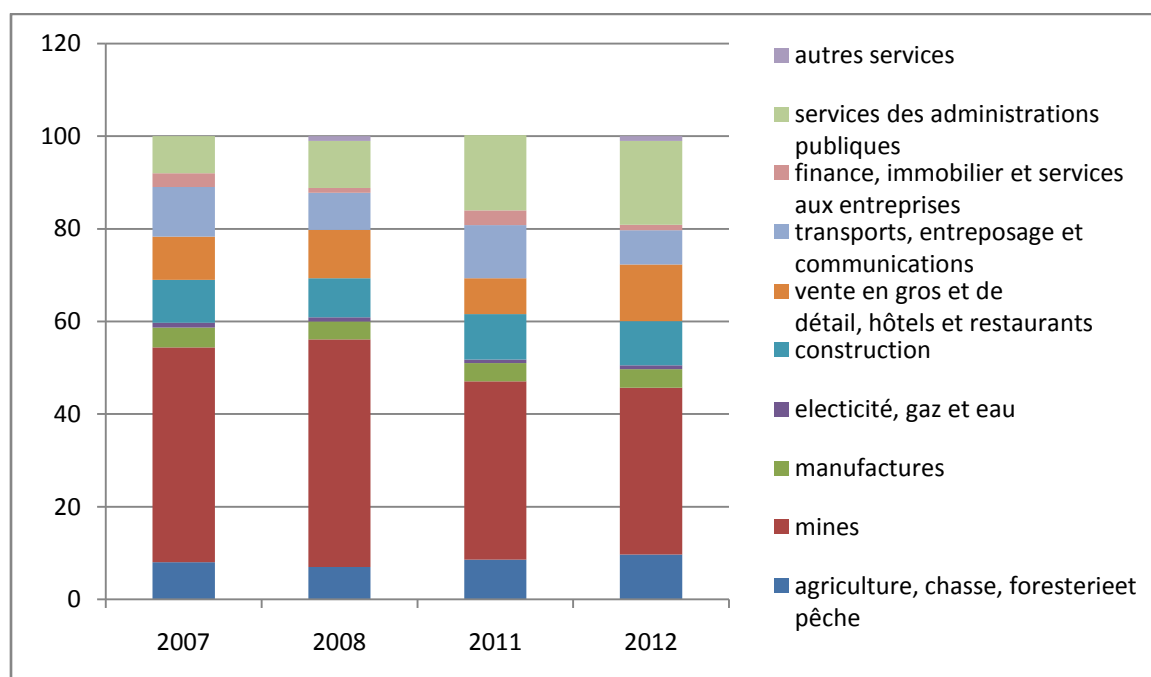
Source : données du tableau 6.

Tableau 6: PIB par secteur²⁰¹ (en pourcentage du PIB)

	2007	2008	2011	2012
Agriculture, chasse, foresterie et pêche	8.0	7.0	8.6	9.7
Mines	46.4	49.1	38.5	36.0
Manufactures	4.3	3.9	3.9	4.0
Electricité, gaz et eau	1.0	0.9	0.8	0.8
Construction	9.3	8.4	9.8	9.6
Vente en gros et de détail, hôtels et restaurants	9.3	10.5	7.7	12.2
Transports, entreposage et communications	10.7	8.0	11.5	7.4
Finance, immobilier et services aux entreprises	3.0	1.0	3.2	1.2
Services des administrations publiques	8.0	10.2	16.2	18.1
Autres services	0.0	1.0	0.0	1.0
Produit intérieur brut aux prix de base/ au coût des facteurs	100.0	100.0	100.0	100.0

²⁰¹ BAfD, OCDE, PNUD 2013 et 2014, perspectives économiques en Afrique, Algérie

Graphique 17 : PIB par secteur (en pourcentage du PIB)



Source : données du tableau 6

Concernant le taux de chômage en Algérie, il était plus élevé que la moyenne des pays de la région MENA (Moyen- Orient et Afrique du Nord) que celle des anciens pays en transition entre 1990 et 2004. Bien qu'étant toujours élevé, le taux de chômage a été réduit au cours de la dernière décennie. L'accélération de la croissance dans les années 2000, stimulée par le PSRE (programme de soutien à la relance économique), a contribué à la réduction de ce taux. Cependant ses résultats pourraient ne pas se pérenniser à plus long terme. La croissance annuelle moyenne de l'emploi a surtout augmenté dans les secteurs de l'agriculture et du bâtiment/travaux public, qui comptent parmi ceux qui ont le plus bénéficié de l'investissement public.

Selon des données officielles, le taux de chômage est passé de 29% en 2000 à 28,4% en 2001. Ensuite, il est passé de 25,9% en 2002 à 23,7% en 2003. En 2005, ce taux a diminué à 15,3% contre 17,7% en 2004. Cette baisse s'explique davantage par une augmentation du travail à domicile que par une augmentation du nombre d'emplois²⁰². En 2006, le taux de chômage a reculé de 3 points par rapport à 2005, atteignant un taux de 12,3%. Les chiffres communiqués par l'Office national des statistiques indiquent que le taux de chômage a

²⁰² ACHOUR TANI Yamna, « Analyse de la politique économique algérienne », thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris 1 – Panthéon Sorbonne, 2013, P 32.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

augmenté de 1,5% pour atteindre 13,8% pour l'année 2007. Par ailleurs, après une stabilité autour de 10%, entre 2010 et 2012, le chômage, à septembre 2013, a baissé à 9,8%.

2.2/ Les finances publiques

La forte instabilité financière externe, née du choc de 1986, s'est accompagnée de l'accentuation du déséquilibre des finances publiques. Les recettes de la fiscalité pétrolière avaient chuté de près de 50% en 1986, alors que le rythme des dépenses avait été maintenu. En conséquence, le déficit budgétaire global avait atteint des niveaux records en 1986 (11,85%) et 1988 (12,79%), relativement au produit intérieur brut, financés pour l'essentiel par la création monétaire. La croissance monétaire était également alimentée par le refinancement quasi automatique par la Banque Centrale des crédits bancaires à moyen terme ayant servi à financer les investissements planifiés au cours des années 1970 et 1980, en situation d'épargne intérieure structurellement insuffisante. Ainsi, jusqu'au début de la réforme monétaire des années 1990, la politique monétaire très accommodante et le rôle passif dévolu à la Banque Centrale ont contribué à l'instabilité financière interne.

La persistance des insuffisances des politiques macroéconomiques était telle que, malgré le programme d'ajustement de 1991 (accord de confirmation), le déficit budgétaire global s'est creusé de nouveau pour atteindre près de 8,5% du produit intérieur brut en 1993 ; la vulnérabilité des finances publiques à l'égard de la volatilité des prix des hydrocarbures étant très forte.

L'assainissement des finances publiques en 1994-1995 a débouché sur un excédent budgétaire global en 1996 et 1997, soutenu par l'ajustement du taux de change et la contraction du ratio dépenses d'équipement / produit intérieur brut (7,3% en 1997 contre 10,1% en 1989). Parallèlement, l'assainissement financier des entreprises publiques s'est poursuivi et a comporté des rachats de créances bancaires non performantes notamment dans le cadre du dispositif banques-entreprises. En effet, à la suite du programme de restructuration des entreprises publiques et d'assainissement des banques publiques du début des années 1990, l'assainissement des créances non performantes de ces banques a été de plus grande ampleur durant la seconde moitié de cette décennie et s'est appuyé, en particulier, sur la monétisation des ressources de rééchelonnement. Cela a contribué à atténuer les problèmes de liquidité de certaines des banques publiques.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Corrélativement, l'année 1998 a été marquée par le retour au déséquilibre des finances publiques avec un déficit de 3,82% du produit intérieur brut, après un excédent budgétaire global en 1996 et 1997 et ce, malgré le maintien du ratio dépenses d'équipement / produit intérieur brut à 7,5%. Des mesures rigoureuses d'équilibrage des comptes publics (non consommation d'une partie du budget d'équipement,...) et la nécessaire correction du taux de change ont permis d'équilibrer le budget en 1999 (déficit de -0,51% par rapport au produit intérieur brut).

L'année 2000 a été marquée par le retour à l'équilibre macroéconomique. Cela est suivi par l'émergence de l'excès de l'épargne sur l'investissement en tant que caractéristique de l'économie algérienne au cours des années 2001-2008, porté par une amélioration notable des termes de l'échange liée à la hausse des prix des hydrocarbures sur les marchés internationaux.

En effet, l'excès de l'épargne sur l'investissement s'est accru relativement au produit intérieur brut, pour culminer à 24,7% en 2006 contre 16,3% en 2000. En valeur absolue, cet excès d'épargne a atteint un pic de 34,45 milliards de dollars en 2008, en pleine crise financière internationale. Bien que la chute des prix des hydrocarbures en 2009 ait engendré une forte contraction des recettes d'exportation d'hydrocarbures et le premier déficit budgétaire de la décennie (y compris fonds de régulation des recettes), la solidité de la position financière en tant que résultat de la gestion macroéconomique prudente des surcroûts de ressources provenant des hydrocarbures a contribué à asseoir une bonne résilience aux chocs externes.

Dès l'année 2000, l'Etat a institué une nouvelle règle d'épargne budgétaire en mettant en place le « Fonds de régulation des recettes » (FRR), un fonds de stabilisation en dinars et liquide, devant abriter tout surcroît de recettes de la fiscalité pétrolière au-delà d'un prix de référence de 19 dollars/baril²⁰³. Cette même année, l'excédent budgétaire global a atteint 9,7% du PIB (y compris fonds de régulation des recettes), ancrant une accumulation soutenue d'épargne financière par l'Etat en vue de préserver la viabilité des finances publiques sur le moyen terme. Les ressources accumulées dans le fonds de régulation des recettes ont

²⁰³ En Algérie, la fixation du prix de référence se fait une fois tous les dix ans. Le prix adopté est arrêté sur la base de la moyenne arithmétique simple des prix enregistrés durant la décennie écoulée. Ainsi, pour la période 1998 jusqu'à 2007, le prix de référence servant de base pour l'élaboration du budget de l'Etat ainsi que des objectifs des lois de finances était 19 dollars le baril. Ce prix a été révisé par les dispositions de la loi de finances complémentaire de 2007. Pour 2008, le budget étant établi sur la base de 37 dollars le baril du pétrole. Soit le prix moyen effectif nominal enregistré durant la décennie 1998-2007.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

fortement augmenté sur la période 2001-2008, le prix du pétrole brut excédent le prix de référence, en dépit de son ajustement à 37 dollars/baril en 2008.

Le fonds de régulation des recettes n'a pas un objectif explicite de transfert intergénérationnel. Depuis 2004, ses ressources sont divisées en une petite part « liquide » et une large gamme de sécurité des revenus fixés. Les bénéfices sur réserves sont, en fin de compte, transférés au budget sous forme de dividendes de la Banque centrale. Les caractéristiques opérationnelles du Fonds laissent une marge de discrétion considérable.

Tableau 7 : Evolution du prix moyen du pétrole pour la période 1988-1997²⁰⁴

Année	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Moyenne
Prix moyen	14.92	18.23	23.73	20.00	19.32	16.97	15.82	17.02	20.67	19.09	18.58

Source : Brent dated statistiques publiées sur le site internet de British Petroleum

Tableau 8 : Evolution du prix du pétrole pour la période 1998-2007²⁰⁵

Année	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Moyenne
Prix moyen	12.72	17.97	28.50	24.44	25.02	28.83	38.27	54.52	65.14	72.39	36.78

Source : Brent dated, statistiques disponibles sur le site internet de British Petroleum

L'Algérie constitue en fait l'un des pays pour lesquels la politique de prévision est très prudente mais aussi la règle budgétaire appliquée pour la détermination des prix prévisionnels est rigide puisqu'elle ne change qu'au bout d'une décennie.

²⁰⁴ HAMDAD Toufik, « Politique budgétaire et croissance : Référence au cas d'un pays rentier ». Maître assistant, Doctorant, Faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, Université Tizi-Ouzou, Algérie. Communication, P 9.

²⁰⁵ Op.cit

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Cette démarche budgétaire prudente a constitué un support essentiel pour la relance économique à partir de 2001, à travers la mise en œuvre d'importants programmes d'investissements publics successifs (2001-2004, 2005-2009 et 2010-2014), comportant une forte composante infrastructure. Malgré une absorption de ressources relativement importantes, liée à la mise en œuvre de ces programmes, les ressources accumulées dans le Fonds de régulation des recettes sont passées de 5,6% du produit intérieur brut en 2000 à 24,4% en 2005 et à 43,1% en 2009. Ce stock d'épargne financière est déposé à la Banque d'Algérie, dans un compte en dinars distinct du compte courant du Trésor, et fait l'objet d'un suivi particulier. Cette forme de stérilisation contribue à la stabilité monétaire et financière, d'autant que le niveau de la dette publique ne représente que 8,1% par rapport au produit intérieur brut en 2009²⁰⁶.

En 2001, le Trésor a enregistré un surplus de 4,2% du produit intérieur brut (y compris le fonds de régulation des recettes). Cette année a été marquée par l'annonce en avril, du plan de soutien à la relance économique sous forme d'un programme d'équipement, à travers une impulsion budgétaire de la croissance, prévoyant une dépense de 525 milliards de dinars sur la période 2001-2004 dont la réalisation dépend essentiellement de l'évolution de la fiscalité pétrolière selon les fluctuations du prix du baril.

Les finances publiques, au cours de l'année 2003, ont été caractérisées par une pression sur leurs équilibres en raison d'une légère baisse des recettes et d'une hausse appréciable des dépenses. Ces évolutions différenciées ont influé sur le niveau du déficit du solde global du Trésor hors fonds de régulation des recettes (FRR) qui s'est établi à 186 milliards de DA, soit -3,61% du produit intérieur brut contre un solde global du Trésor (hors Fonds de régulation des recettes) en quasi équilibre en 2002 (-16,1 milliards de DA, soit -0,36% du produit intérieur brut). Le solde global du Trésor, y compris les recettes du Fonds de régulation des recettes, a enregistré, à fin décembre 2003, un excédent de 262,9 milliards de DA contre +10,4 milliards de DA à la même période de l'année précédente, soit respectivement +5,11% et +0,23% par rapport au PIB.

Les recettes budgétaires ont enregistré une moins value de 59 milliards de DA, soit -3,7% en 2003 par rapport à 2002. En termes nominaux, elles sont passées de 1576,7 milliards de DA à fin décembre 2002 à 1 517,7 milliards de DA à la même période de l'année 2003.

²⁰⁶ LAKSACI Mohammed, Gouverneur de la Banque d'Algérie, « Gestion des ressources et stabilité financière en Algérie », Octobre 2010, P8.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Les dépenses budgétaires ont augmenté de 13,0%, passant ainsi de 1 550,7 milliards de DA à fin décembre 2002 à 1 752,7 milliards de DA à la même période de l'année 2003, soit une hausse de 202 milliards de DA.

Il faut noter par ailleurs, que le solde du fonds de régulation des recettes a atteint, au 31 décembre 2003, le montant de 568,4 milliards de DA, résultant d'un flux de 448,9 milliards de DA en 2003 s'ajoutant au disponibilité à la fin de l'exercice 2002 (257,5 milliards de DA), ponctionné d'un montant de 156 milliards de DA correspondant au paiement du principal de la dette au titre de l'exercice 2003²⁰⁷.

A partir de 2003, il y a eu un retournement de situation. En effet, les soldes budgétaires prévisionnels sont plutôt déficitaires. Une aggravation considérable des déficits budgétaires est observée à compter de 2006. A compter de 2006, les déficits budgétaires prévisionnels représentent plus de 40 % des dépenses budgétaires prévisionnelles (ils dépassent parfois les 50%). Ces déficits rapportés aux recettes budgétaires prévisionnelles dépassent souvent les 100%. Il y a lieu de mentionner que c'est grâce au Fonds de régulation des recettes créé en 2000 que ces déficits sont comblés. En l'espace de cinq ans (de 2006 à 2010), près d'un quart des recettes du Fonds avaient servi à la résorption des déficits du Trésor public.

En 2007, le comportement des finances publiques, appréhendé à travers la situation des opérations du Trésor, s'est caractérisé par :

- L'accroissement du rythme de consommation des crédits de paiement, au titre du budget d'équipement : le rythme de consommation de crédits, en terme de décaissement, s'est accru de près de 40%, passant de 1 015 milliards de DA en 2006 à 1 420 milliards de DA en 2007.
- Le creusement prononcé du déficit des opérations du Trésor, hors Fonds de régulation des recettes : c'est la conséquence d'une part de l'accélération du rythme de la consommation des crédits de paiements et d'autre part d'une ressource budgétaire basée sur 19 \$/baril, dans sa composante « fiscalité pétrolière ». Les opérations du Trésor se sont soldées, en 2007, par un déficit de 1 295

²⁰⁷ Note de conjoncture au second semestre de 2003, ministère des Finances.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

milliards de DA, contre 647 milliards de DA en 2006. Le déficit du Trésor représente 13,9% du PIB en 2007, contre 10% en 2006.

Ce niveau de déficit est soutenable, au regard des disponibilités du fonds de régulation des recettes (FRR) qui se sont élevées, à fin décembre 2007, à 3 215 milliards de DA, après les prélèvements effectués en 2007.

Ces prélèvements qui se sont élevés à 1 454 milliards de DA ont servi au financement partiel du déficit du Trésor, à hauteur de 532 milliards de DA, soit 37% du déficit, et à la réduction de la dette publique, à hauteur de 922 milliards de DA dont 608 milliards de DA, au titre des avances de la Banque d'Algérie au Trésor.

Les disponibilités du compte courant du Trésor à la Banque d'Algérie (hors disponibilités du Fonds de régulation des recettes) se sont élevées à 79, 7 milliards de DA à fin décembre 2007, contre 308,7 milliards de DA à fin décembre 2006.

Les opérations du Trésor présentent à fin 2008, un déficit du solde global (hors Fonds de régulation des recettes) supérieur de 13% par rapport à celui enregistré à la même période 2007. Ce niveau de déficit reste soutenable, au regard des disponibilités du fonds de régulation des recettes (FRR) qui se sont élevées, à fin décembre 2008, à 4 280 milliards de DA, après les prélèvements effectués en 2008.

La situation des opérations du Trésor à fin décembre 2008 rapportée à la même période de l'année 2007, est caractérisée par, une évolution des dépenses budgétaires de 34 %, atténuée par un accroissement des recettes budgétaires, hors fonds de régulation des recettes (FRR), de 45 %.

Ces évolutions différenciées ont influé sur le niveau du déficit du solde global du Trésor (hors FRR) qui s'est établi à 1 452,4 milliards de DA, soit 13,2 % du produit intérieur brut contre un déficit global du Trésor (hors fonds de régulation des recettes) plus bas en 2007 (1 295 milliards de DA, soit 13,9 % du produit intérieur brut).

Le solde global du Trésor, y compris les recettes du fonds de régulation des recettes (FRR), a enregistré, à fin décembre 2008, un excédent de 835,7 milliards de DA contre 456,9 milliards de DA à la même période de l'année précédente, soit respectivement +7,6 % et +4,9 % par rapport au produit intérieur brut.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Les recettes budgétaires en termes d'encaissement, se sont situées en 2008, à un niveau plus élevé (+44,8 %) par rapport à celles enregistrées en 2007. Elles sont passées de 1949,1 milliards de DA en 2007, à 2 822,8 milliards de DA en 2008. Cette plus-value provient de l'accroissement du produit de la fiscalité pétrolière budgétisée (+76,3 %) et des ressources ordinaires (+13,5 %).

Les dépenses budgétaires, en accroissement de 34 % par rapport à l'année 2007, se sont élevées à 4 175,8 milliards de DA. Elles se répartissent à hauteur de 2 227,4 milliards de DA en dépenses de fonctionnement et en 1 948,4 milliards de DA en dépenses d'équipement. Ces niveaux de dépenses situent les variations, par rapport à 2007, à + 33 % pour le fonctionnement et +35,8 % pour l'équipement.

Les disponibilités du Fonds de Régulation des Recettes (FRR) ont atteint, au 31 décembre 2008, un montant de 4 280,07 milliards de DA. Les flux cumulés ayant crédité le FRR de l'année 2000 (année de création du FRR) au 31 décembre 2008, se sont élevés à 8 869,9 milliards de DA et les prélèvements, cumulés sur la période considérée, ont atteint 4 589,8 milliards de DA, soit un taux de prélèvement de 51,7%. Les prélèvements effectués ont été affectés :

- A la réduction de la dette publique, à hauteur de 3 208,13 milliards de DA, dont 608 milliards de DA, au titre de remboursement des avances de la Banque d'Algérie. Cette affectation représente 70% du total des prélèvements du FRR.

- Au financement partiel des déficits du Trésor, à hauteur de 1 381,66 milliards de DA, soit 30% du total des prélèvements du FRR.

Les recettes budgétaires de l'Etat en 2011 ont enregistré une hausse de 10,7% par rapport à 2010. Les dépenses budgétaires ont augmenté de 28,3%. Le solde global des opérations du Trésor (hors fonds de régulation des recettes) affiche un déficit de 2395,2 Milliards de DA en 2011 contre un déficit de 1 496,5 Milliards de DA en 2010, soit respectivement -16,6% et -12,4% par rapport au produit intérieur brut.

Les recettes budgétaires de l'Etat en 2013 ont enregistré une hausse de 2,0% par rapport à 2012. Le solde global des opérations du Trésor (hors fonds de régulation des recettes) affiche un déficit de 2310,4 Mds DA en 2013 contre un déficit de 3 246,2 Mds DA en 2012, soit respectivement -13,2% et -20,5% par rapport au produit intérieur brut. Ce repli

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

du déficit est à lier à l'effet combiné de la hausse des recettes et de la baisse des dépenses. Ces dernières sont passées de 7 058,2 Mds DA à 6 092,1 Mds DA, soit -1 Md DA du fait du recul des dépenses de fonctionnement (non reconduction des rappels) et la faible consommation des dépenses d'investissement.

Afin de mieux voir l'évolution des principaux indicateurs des finances publiques nous allons les regrouper dans ces tableaux :

Tableau 9: Les principaux indicateurs des finances publiques (y compris Fonds de régulation des recettes) (2001-2011)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Finances publiques, administration centrales (en % du PIB)											
Solde budgétaire global	3.4	0.2	7.8	6.9	11.9	13.6	4.4	7.6	-6.4	-1.9	-1.3
Total recettes	34.9	36.0	37.0	36.2	40.9	43.0	39.6	46.8	36.6	36.4	40.5
Total dépenses	31.5	35.8	29.2	29.3	29.0	29.4	35.2	39.2	43.0	38.2	41.8
Finances publiques (en % du PIB hors hydrocarbures)											
Total recettes	52.3	53.6	57.3	58.3	73.6	79.5	70.7	85.2	53.1	55.7	
Hydrocarbures	35.8	33.7	39.8	41.4	56.1	61.1	53.6	67.1	34.8	36.9	
Hors hydrocarbures	16.5	19.9	17.5	17.0	17.4	18.4	17.1	18.1	18.2	18.8	
Total dépenses	47.7	53.2	45.3	47.2	52.2	54.4	62.8	71.3	62.4	58.5	
Dépenses courantes	34.4	36.7	33.0	32.8	29.6	31.3	32.0	36.4	32.6	34.2	
Dépenses d'investissement	12.8	15.1	12.6	12.7	19.3	23.1	30.7	34.9	29.7	24.3	
Solde primaire HH	-25.4	-28.7	-24.3	-28.0	-33.0	-34.5	-44.1	-52.2	-43.6	-39.3	
Solde hors hydrocarbures	-30.6	-33.3	-27.7	-30.3	-34.7	-36.0	-45.7	-53.2	-44.1	-39.8	

Source : Données du FMI.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Tableau 10 : Evolution du solde global du Trésor hors Fonds de régulation des recettes (en milliards de dinars)

Année	2002	2003	2006	2007	2008	2010	2011	2012	2013
Solde global du Trésor	-16	-186	-647	-1295	-1452,4	-1496,5	-2395,4	-3246,2	-2310,4
SGT / PIB (%)	-0,36	-3,61	-10	-13,9	-13,2	-12,4	-16,6	-20,5	-13,2

Source : Ministère des finances

Tableau 11 : Evolution des disponibilités du Fonds de régulation des recettes de 2005 à 2008 (en millions de dinars)

	2005	2006	2007	2008
Ressources				
Reliquat année précédente	721 688	1 842 686	2 931 045	3 215 530
Fiscalité pétrolière budgétisée	899 000	916 000	973 000	1 715 400
Fiscalité pétrolière recouvrée	2 267 836	2 714 000	2 711 848	4 003 559
Plus value sur fiscalité pétrolière	1 368 836	1 798 000	1 738 848	2 288 159
Disponibilités avant prélèvements	2 090 524	3 640 686	4 669 893	5 503 669
Emplois				
Remboursement du principal de la dette publique	247 838	618 111	314 455	465 437
Remboursement avances Banque d'Algérie	0	0	607 956	
Financement du déficit du Trésor	0	91 530	531 952	758 179
Total des prélèvements	247 838	709 641	1 454 363	1 223 616
Reliquat après prélèvements	1 842 686	2 931 045	3 215 530	4 280 073

Source : Ministère des finances

Sous l'angle de la nécessaire synergie entre la politique budgétaire et la politique monétaire, la Banque d'Algérie a revu le cadre de cette dernière à partir d'avril 2002 afin d'absorber l'excès de liquidité sur le marché monétaire qui est apparu au début de cette même année, en rupture avec la longue période de besoin de refinancement des banques. Elle veille depuis 2002 à résorber d'une manière effective l'excès de liquidité au moyen d'une conduite flexible et ordonnée des instruments indirects de la politique monétaire, à savoir les reprises de liquidité (instruments de marché), la facilité de dépôts marginale ainsi que la réserve obligatoire (instruments hors marché). Ce cadre réglementaire de la politique monétaire a été confronté en 2009, consolidant la contribution de la politique monétaire à la stabilité financière.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Par ailleurs, cette stabilité financière et, partant, la résilience aux chocs externes se sont également renforcées par l'allocation d'une partie de l'épargne budgétaire accumulée à la réduction substantielle de la dette publique externe ainsi que par le désendettement extérieur des entreprises à capacité de financement, principalement celles du secteur des hydrocarbures.

Au total, la conduite de politiques macrofinancières prudentes ancrée sur une meilleure gestion et allocation des ressources générées par le secteur des hydrocarbures au cours de la décennie 2000 a largement contribué aux performances économiques et financières conséquentes.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Section 3 : Contexte macroéconomique externe de la politique monétaire en Algérie

L'Algérie, gros exportateur d'hydrocarbures, a tiré parti au cours des dernières années de recettes-hydrocarbures abondantes et croissantes. Dans le contexte de l'augmentation rapide des prix du pétrole, la position extérieure s'est nettement renforcée.

3.1/ La balance des paiements

La balance des paiements est un moyen d'analyse économique de premier plan. Elle permet d'appréhender la totalité des échanges de l'Algérie avec l'extérieur. Elle est la source statistique privilégiée pour l'établissement du compte du reste du monde de la Comptabilité nationale. Elle est un indicateur pour la conduite de la politique conjoncturelle. Elle enregistre les réponses des marchés aux sollicitations des décisions monétaires et budgétaires. On présentera la balance des paiements algérienne, les différentes règles utilisées dans son élaboration, nous présenterons parallèlement la structure des exportations et des importations en expliquant les résultats des soldes.

3.1.1/ Présentation de la balance des paiements algérienne

La balance des paiements en Algérie est établie à partir des règlements entre l'Algérie et le reste du monde. Il s'agit des données collectées auprès de l'ensemble des Intermédiaires Agréés et de la Banque d'Algérie sur la base de pièces comptables et de formules justificatives.

Par le biais du réseau informatique, la Direction de la balance des paiements reçoit de la Banque d'Algérie (Direction de la Gestion des Avoirs et des Opérations Extérieures, DGAOE), des états ventilés d'achats/ventes des devises des intermédiaires agréés qui lui permettent de vérifier les déclarations des banques.

Les intermédiaires agréés, conformément aux orientations contenues dans l'instruction N° 824, transmettent la totalité des déclarations en transferts et rapatriements exécutées pour le compte de leurs clientèles, détaillées par bénéficiaire, par pays et par nature d'opérations.

L'enregistrement des opérations par transaction ne concerne, à ce jour, que la Banque Centrale. Le transfert effectif des marchandises est recensé par la Direction Générale des Douanes au moment de passage à la frontière. Ainsi, le principe chronologique est respecté car il doit correspondre, pour les biens, au transfert de titres de propriété. L'information parvient à la Direction de la balance des paiements, selon une cadence trimestrielle, sur

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

support magnétique. A la base des règlements, sont enregistrés les services, les revenus et tous les autres cessions d'actifs ou de passifs.

La direction de la balance des paiements reçoit en moyenne par mois presque, deux cent trente mille informations dont 80% proviennent de sources bancaires. En outre, la Direction de la balance des paiements produit :

- Une balance globale pour tous pays,
- Une balance par zone géographique.

L'élaboration de ces balances est en dinars et en dollars US.

3.1.2/ Structure de la balance des paiements algérienne

Les importantes distorsions macroéconomiques observées en Algérie à partir du milieu des années 1980 (suite au choc extérieur notamment de 1986) trouvent leur origine entre autre, dans le régime de taux de change fixe instauré au lendemain de l'indépendance, parité officielle du dinar surévaluée et irréaliste stimulant les importations et décourageant les exportations (hors hydrocarbures), forte dépréciation du cours du dinar sur le marché parallèle des devises et ses effets sur la formation des prix domestiques de tous les biens.

Ces distorsions macroéconomiques conjuguées à l'amplification de la contrainte extérieure due à la fermeture de plus en plus grande des marchés financiers au pays, ont conduit les pouvoirs publics à recourir à des actions correctrices du taux de change qui ont consisté en un glissement très prononcé du dinar à partir de 1989, et en une dévaluation assez importante en 1991 (décidée au mois de juin de cette année dans le cadre d'un programme de stabilisation signé avec le Fonds Monétaire International et faisant passer le taux de change du dinar par rapport au USD de 7.95 en 1990 à 18.47 en 1991).

En 1994, et suite au grave déséquilibre extérieur (8 milliards USD de recettes d'exportation des hydrocarbures pour 12 milliards USD d'importations et de remboursement de la dette extérieure), la cessation de paiement a été officiellement constatée par le Conseil des Ministres lors de la cession du 06 avril 1994. Cet état de fait a rendu inévitable une seconde dévaluation du dinar pour rétablir l'équilibre des comptes extérieurs du pays.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Cette seconde dévaluation (décidée dans le cadre du programme d'ajustement structurel) avait pour causes, en plus du déséquilibre extérieur, un déséquilibre intérieur qui se manifestait surtout par un déficit budgétaire croissant et une tendance à l'accroissement des taux d'inflation, relativement très élevés, engendrée par une différence relativement importante entre la production réelle qui était en baisse et l'expansion monétaire induite par une politique de crédit laxiste.

Les résultats escomptés de ces deux dévaluations du dinar par les pouvoirs publics n'étaient autre que les effets (théoriques) normaux de la dévaluation, diminution des importations, augmentation des exportations (hors hydrocarbures), rapatriement des capitaux fugitifs et encouragement aux investissements étrangers.

Mais, étant donné les caractéristiques structurelles de l'économie algérienne (mono exportatrice et fortement dépendante de l'extérieur en matière de biens de consommation et d'équipement, notamment), ces effets mécaniques de la dévaluation ne peuvent pas se produire.

Le solde de la balance des paiements a affirmé en 1999 un résultat négatif. Le besoin de financement de la BDP s'élève à 2.38 milliards USD en 1999 contre 1.7 milliard USD en 1998.

L'année 2001 s'est caractérisée par une baisse des prix du pétrole par rapport à ceux de l'année 2000, le prix moyen annuel a atteint 24.44 Dollars US en 2001, contre 28.50 à l'année précédente. A cette année, les recettes d'exportation d'hydrocarbures ont totalisé le montant de 18.53 milliards USD, en baisse de 12.01% par rapport à l'année 2000, où ces recettes avaient atteint 21.06 milliards USD, contre 11.91 milliards USD en 1999. Pour les exportations hors hydrocarbures, nous constatons une stabilité relative de leur niveau par rapport à l'année 2000, atteignant 560 millions USD en 2001, contre 590 millions USD en 2000.

L'année 2001 s'est caractérisée aussi par une stabilisation de la demande effective d'importation, ce qui explique le niveau de 9.48 Milliard USD comme importations de marchandises en 2001, se situant presque au même niveau qu'en 2000, où elles avaient atteint 9.35 milliards USD. La Banque Centrale a enregistré pour la deuxième année un excédent de 9.61 milliards USD, contre 12.30 milliards USD en 2000, et 3.36 milliards USD en 1999.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Le solde extérieur courant a enregistré un important excédent pour la deuxième année consécutive, soit 7.06 milliards USD en 2001, représentant 12.90% du produit intérieur brut, contre près de 8.93 milliards USD en 2000, soit 17% du produit intérieur brut, cela explique la relative faiblesse du taux d'investissement de l'économie nationale, c'est-à-dire un excès de l'épargne par rapport à l'investissement ($S > I$).

Le compte capital a enregistré un solde négatif mais inférieur à ceux réalisés en 2000 et en 1999. Il était à 870 millions USD en 2001, contre 1.36 milliards USD en 2000 et 2.40 en 1999. Ainsi, Le solde global était excédentaire en 2001, soit 6.19 milliards USD contre 7.57 milliards USD en 2000. Et il était déficitaire en 1999 de 2.38 milliards USD.

Les investissements directs étrangers ont enregistré un accroissement moyennement accepté dû essentiellement aux investissements dans le secteur des hydrocarbures et le paiement de la première tranche de la deuxième licence de GSM dans le secteur de télécommunication.

Nous constatons qu'il y a une amélioration continue de la position extérieure de l'économie algérienne durant ces trois années, ce qui laisse la Banque d'Algérie de réaliser son objectif de stabilisation du taux de change effectif réel du Dinar.

La situation du commerce extérieur au cours de l'année 2002 demeure plus que satisfaisante avec des cours pétroliers qui ont atteint plus de 30 dollars le baril, notamment au cours du troisième trimestre de l'année avec une incidence sur la valeur des exportations.

En 2002, la Banque Centrale de l'Algérie a réalisé un excédent de 6.7 milliards USD, en baisse de 3.72%, tandis que, les exportations ont atteint 18.71 milliards USD en baisse de 3.72%, et les importations ont augmenté de 18.20% pour totaliser 12.01 milliards USD, le taux de couverture des importations par les exportations est de 157%. Le solde global de la balance des paiements a atteint 3.65 milliards USD.

L'année 2003 s'est caractérisée par une bonne viabilité de la balance des paiements, où le prix moyen du baril a atteint 28,83, bien plus que la moyenne 25.02 dollars / baril en 2002. Les exportations d'hydrocarbures ont totalisé le montant de 23.99 milliards USD, dépassant significativement la recette de 2002 qui a été de 18.11 milliards USD. Les exportations hors hydrocarbures ont enregistré une baisse légère, tout en restant à un niveau encore très faible atteignant 470 millions USD, contre 610 millions USD en 2002. Les importations ont atteint en 2003 la valeur de 13.32 milliards USD, contre 12.01 milliards USD

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

en 2002. L'augmentation des importations est justifiée par l'accroissement des importations des biens d'équipement utilisés dans les investissements locaux.

Le compte courant de la balance des paiements de l'année 2003 a enregistré un surplus annuel de 8.84 milliards USD, contre 4.37 milliards USD de l'année précédente.

Par contre le compte capital a enregistré un déficit qui s'est élargi en 2003 (1.37 milliards USD) par rapport à 710 millions USD en 2002.

Au total, l'excédent de la balance global des paiements extérieur de 2003 est estimé à 7.47 milliards USD, soit le double de l'excédent global de l'année 2002 (3.65 milliards USD). Cette performance appréciable de la balance globale est due à la bonne recette d'exportations d'hydrocarbures en situation de bonne conjoncture pétrolière.

Les exportations de l'économie algérienne continuent à être exclusivement composées de produits d'hydrocarbures. A la faveur de la hausse du prix du baril de pétrole Sahara blend, qui a atteint 47.2 dollars au premier trimestre 2005, la valeur des exportations a atteint en 2004 : 32.22 milliards de dollars (dont 31.55 milliards en hydrocarbures), soit une augmentation annuelle remarquable de 31%. Les exportations hors hydrocarbures, par contre, représentent moins de 2% du total, posant avec toujours la même acuité la question non encore résolue de la diversification des exportations et la compétitivité externe de l'économie dans le contexte actuel de l'ouverture à la concurrence internationale. Parallèlement à l'envolée du prix du pétrole, les importations de marchandises et de services ont connu une hausse très prononcée, qui a porté leur valeur à 21.81 milliards de dollars durant l'année 2004. Cette progression de plus de 34% contraste avec l'accroissement relativement modeste des années précédentes (12% en 2003). La structure de ces importations révèle la prédominance des biens d'équipement (39%) et des biens intermédiaires (25%). Les produits alimentaires représentent près de 20% du total. Rapportées au produit intérieur brut, les importations de biens et services montrent cependant une relative stabilité, autour de 25% entre 2002 et 2004.

L'évolution de ces flux a conduit en 2004 à un excédent de la balance commerciale de 14.27 milliards de dollars. Durant la même année, les importations de services ont connu une hausse de 3.86 milliards de dollars (2.92 milliards de dollars en 2003), alors que les transferts des associés de la Sonatrach ont atteint 3.12 milliards de dollars en 2004, contre 2.2 milliards de dollars en 2003. Cela n'a cependant pas empêché le solde courant d'être positif et de représenter 15% du produit intérieur brut en 2004.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Le principal partenaire commercial de l'Algérie est l'Union européenne, qui a fourni en 2004 : 56% de ses importations et a reçu 58% de ses exportations. Par pays, ce sont les Etats-Unis qui ont été le principal pays importateur de produits algériens, tandis que la France a été le principal fournisseur de l'Algérie.²⁰⁸

Le prix du baril, qui est passé d'une moyenne de 38.27 dollars en 2004 à 54.52 dollars en 2005, a permis de conforter encore la position extérieure de l'Algérie. Fin 2005, l'excédent courant a atteint 21.2% du produit intérieur brut contre 13% en 2004, grâce à la balance commerciale. En effet, les exportations (f.o.b)²⁰⁹ ont connu en 2005 une hausse de 50% de leur valeur par rapport à 2004 alors que les importations (f.o.b) ne se sont accrues que de 9% en 2005, contre 34% en 2004. Relativement au produit intérieur brut, les importations ont baissé de 2 points pour retrouver leur niveau de 2003. Au total, la balance commerciale a dégagé un excédent de 26.47 milliards USD. La balance des services connaît une certaine stabilité par rapport au produit intérieur brut. On peut noter cependant que le montant des transferts de profits et de dividendes est passé de 3.3 milliards de dollars en 2004 à 5.35 milliards en 2005, dont 4.74 milliards pour les associés de la Sonatrach. La balance des paiements a été excédentaire de 16.94 milliards USD contre un excédent de 9.25 milliards USD en 2004.

Aucun changement ne peut être noté dans la structure du commerce extérieur. Les exportations restent dominées à plus de 97% par les hydrocarbures en 2005. Le reste des exportations se compose à plus de 50% de produits dérivés des hydrocarbures. Du côté des importations, on peut noter la prédominance des biens d'équipement et des demi-produits (49.2%), et celle des biens de consommation alimentaires et non alimentaires (36.4%). Le principal fournisseur de l'Algérie reste la France avec 21%, suivie par l'Italie et la Chine avec 9 et 7% respectivement. Depuis une dizaine d'années, le commerce extérieur tend à se développer plus rapidement avec les régions autres que l'Union européenne. Les importations

²⁰⁸ BAfD/OCDE 2006, Perspectives économiques en Afrique, Algérie, P121.

²⁰⁹ **FOB** est un incoterm qui signifie « *Free on board* », soit en français « sans frais à bord ». On dit qu'une marchandise est achetée ou vendue « FOB » quand celle-ci est achetée sans les frais de transport et autres frais et taxes y afférents et sans les assurances. Par conséquent, quand on achète une marchandise à un prix « FOB », il faut ensuite payer son transport et les taxes ainsi que les frais d'assurances. Le prix « FOB » est ainsi toujours inférieur au prix « CIF » (*Cost, Insurance and Freight*).

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

de produits chinois ont connu une hausse de 45% au premier semestre 2006 par rapport à la même période en 2005.²¹⁰

Eu égard à l'amélioration très nette de la balance des paiements et de la position des réserves extérieures, l'Algérie a effectué en novembre 2005 le rachat complet et anticipé de ses tirages passés sur le Fonds Monétaire International.

Grâce à la hausse continue des prix mondiaux des hydrocarbures, les exportations totales ont atteint 4 242.9 milliards DZD (45.5 pour cent du produit intérieur brut) en 2007 contre 3 976 milliards en 2006, soit une hausse de 6.3 pour cent. Malgré un recul de 1.13 pour cent en volume, les exportations d'hydrocarbures se sont élevées à 4 112 milliards DZD (59.2 milliards USD), soit 97.8 pour cent des exportations totales. Malgré une nette progression, les exportations hors hydrocarbures restent marginales (1.3 milliard USD ou 2.2 pour cent des exportations totales), au grand dam des autorités qui cherchent à les stimuler. Concernant la part des entreprises pétrolières étrangères dans les exportations d'hydrocarbures, elle a baissé en 2006 à 9.9 pour cent contre 10.4 en 2005. Ces entreprises ont par ailleurs été soumises en 2006 au paiement d'une taxe sur leurs surprofits réalisés sur un prix mondial du brut supérieur à 30 USD. Cette taxe a permis au Trésor de récolter près de 2 milliards USD de ressources fiscales additionnelles.

En 2006, les États-Unis ont acheté à l'Algérie pour 14 milliards USD, soit 26 pour cent de la valeur globale des exportations de marchandises, suivis successivement de l'Italie (9 milliards), l'Espagne (5.5 milliards), la France (4.3 milliards) et l'Amérique latine (2.9 milliards), dont le Brésil pour 1.8 milliard.

Les importations de marchandises ont atteint 1 862 milliards DZD (26.8 milliards USD) en 2007 contre 1 557 milliards en 2006 (21.4 milliards USD).

Les importations ont augmenté sous l'effet de la montée en puissance des investissements publics et du renchérissement des produits importés tels que les équipements (10 milliards USD), les biens intermédiaires (8.5 milliards) et les produits alimentaires (4.8 milliards). Les importations de marchandises proviennent pour 56 pour cent de l'Union européenne avec 4.3 milliards USD pour la France, 1.9 milliard pour l'Italie, 1.5 milliard pour l'Allemagne et 1 milliard pour l'Espagne. Les pays asiatiques ont fourni pour 2.5 milliards

²¹⁰ BafD/OCDE, Perspectives économiques en Afrique, Algérie, P124.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

USD de marchandises, dont 1.7 milliard pour la Chine, qui devient le 3ème fournisseur du pays²¹¹.

Alors que l'accord d'association avec l'Union européenne entre en 2007 dans sa deuxième phase de démantèlement tarifaire, l'adhésion de l'Algérie à l'Organisation mondiale du commerce patine toujours, et les échanges intermaghrébins demeurent dérisoires (3 pour cent du total des échanges de la région avec le reste du monde).

L'ouverture du pays aux investissements directs étrangers (IDE), notamment pétroliers, a déséquilibré davantage la balance des revenus en 2006 mais, phénomène nouveau, les investissements directs étrangers, qui ont atteint 1.8 milliard USD pour l'année, se sont davantage tournés (à hauteur de 53.02 pour cent) vers les secteurs hors hydrocarbures. Toutefois, les revenus versés au reste du monde, constitués pour 76.2 pour cent des bénéfices exportés par les entreprises pétrolières étrangères, ont atteint en 2006 près de 7 milliards USD, alors que les revenus reçus, générés principalement par le placement des réserves de la Banque d'Algérie à l'étranger, ont progressé de 1 milliard USD en 2006 pour atteindre 2.42 milliards.

Le compte courant a enregistré en 2007 un excédent global de 30.54 milliards USD, mais cet excédent devrait baisser de façon continue jusqu'en 2011 en raison de la croissance des importations et des transferts de revenus des étrangers résidents dans le pays. L'excédent de la BDP de l'année 2007 était de 29.55 milliards USD contre 17.73 en 2006.

En matière de position financière extérieure nette de l'Algérie, l'année 2008 s'est caractérisée par une performance historique qui intervient dix ans après la fin de la période d'ajustement et de rééchelonnement (1994-1998). En tant que socle pour le retour à l'équilibre macro financier, la viabilité de la balance des paiements a été rétablie dès le début des années 2000 et ce, pour la première fois, après le choc externe de 1986.

La consolidation soutenue de la viabilité de la balance des paiements au cours des années 2001 à 2008 a été renforcée par l'environnement externe favorable en terme d'évolution des prix des hydrocarbures. Si l'économie algérienne reste fortement tributaire des exportations d'hydrocarbures, la balance des paiements a enregistré en 2008 un nouvel élément de vulnérabilité représenté par l'envolée des importations des biens et services.

²¹¹ BAfD/OCDE, perspectives économiques en Afrique, Algérie, p 137.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Après un excédent de la balance courante record au premier semestre 2008 (21,04 milliards de dollars), la balance des paiements a encore enregistré des performances appréciables au second semestre de l'année 2008 avec un excédent de la balance courante de 13,41 milliards de dollars. Cet excédent a atteint 34,45 milliards de dollars pour toute l'année 2008, soit 20,2 % du produit intérieur brut, en dépit de la forte baisse des prix mondiaux d'hydrocarbures au quatrième trimestre et de la poursuite du trend haussier des importations des biens et services au second semestre.

L'excédent de la balance courante des paiements réalisé en 2008 (34,45 milliards de dollars) représente une performance bien meilleure que celle de l'année 2007 (30,54 milliards de dollars), pendant que l'excédent en la matière pour ces deux années a dépassé 20 % du produit intérieur brut. L'excédent global record de l'année 2008 (36,99) a représenté le double du surplus de l'année 2006 (17,73 milliards de dollars), alors que les importations des biens et services ont doublé.

Pour l'année 2008, avec des prix moyens du baril de pétrole en hausse de 33 % par rapport à l'année 2007, les exportations d'hydrocarbures s'élèvent à 77,19 milliards de dollars, correspondant à une augmentation de 17,58 milliards de dollars (29,5 %) par rapport à l'année 2007 (59,61 milliards de dollars).

L'année 2008 a été marquée par une envolée des importations des biens et services, après la forte augmentation en la matière de l'année 2007. Si les importations de biens, quant à elles, s'étaient déjà accrues de 27,4 % en 2007, l'année 2008 enregistra une envolée à en juger par la très forte expansion (44,2 %). Ainsi, leur niveau a atteint 19,65 milliards de dollars au second semestre 2008 contre 18,34 milliards de dollars au premier semestre 2008, totalisant 37,99 milliards de dollars pour l'année.

Au total, l'excédent global de la balance des paiements (36,99 milliards de dollars) est ancré sur la performance particulière du compte courant, mais également sur la situation nouvelle d'excédent du compte capital.

Les exportations de l'Algérie sont passées de 78,59 milliards de dollars en 2008 à 45,19 milliards de dollars en 2009 (elles ont chuté de près de 45%), entraînant une chute de l'excédent de la balance commerciale qui s'est établi à 7,78 milliards de dollars contre 40,60 milliards USD en 2008. Les importations ont atteint 37,40 milliards de dollars contre 37,99 milliards de dollars en 2008, en légère diminution.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

L'Algérie a pris en juillet 2009 une série de mesures visant à réduire la facture d'importation parmi lesquelles figure l'instauration du crédit documentaire comme unique moyen de paiement des biens importés et l'interdiction de tout crédit à la consommation, dont ceux destinés à l'achat de voitures.

Les hydrocarbures ont représenté 97,6% des exportations globales de l'Algérie, pour un montant total de 44.42 milliards de dollars, en recul de 45% par rapport à 2008 en raison de « la chute du prix de pétrole ».

L'Excédent global de la balance des paiements est passé de 36.99 milliards USD en 2008 à 3.86 milliards USD en 2009.

L'économie nationale a réalisé des performances financières appréciables en 2010, marquées notamment par une consolidation de la position financière extérieure. Adossée au redressement soutenu du prix du baril du pétrole (80,15 dollars contre 62,26 en 2009) et corrélativement à la forte augmentation des recettes d'exportation des hydrocarbures (+26,4%) la balance des paiements extérieurs courants a enregistré un excédent appréciable en 2010 de 12,15 milliards de dollars, soit 7,5% du produit intérieur brut. De même, la nette amélioration de l'excédent global de la balance des paiements extérieurs 2010, établi à 15,33 milliards de dollars contre 3,86 milliards en 2009, est venue alimenter le niveau des réserves officielles de change qui excède trois années (38,3 mois) d'importations de biens et services.

Après le raffermissement du prix du pétrole en 2011 qui s'est établi à 112,94 dollars/baril, en moyenne annuelle, contre 80,15 dollars/baril en 2010 (62,25 dollars/baril en 2009), le prix moyen mensuel du pétrole a fluctué entre 94,94 et 125,70 dollars/baril en 2012. En moyenne annuelle et par rapport à son niveau de l'année 2011, il a fléchi à 111,05 dollars/baril en 2012. En conséquence, et malgré une diminution de 3,3 % en volume, les exportations d'hydrocarbures ont atteint 70,58 milliards de dollars en 2012 (71,66 milliards de dollars en 2011). Quant aux exportations hors hydrocarbures, elles ont fléchi en 2012 (1,15 milliard de dollars) par rapport à leur niveau réalisé l'année précédente (1,23 milliard de dollars). Les importations se caractérisent par un trend haussier en 2012, sous l'effet de l'envolée des importations des biens de consommation non alimentaires (+39,84 %). En effet, la forte augmentation du niveau des importations de biens a eu pour conséquence la réduction de l'excédent de la balance commerciale à 20,17 milliards de dollars en 2012 (27,94 milliards de dollars en 2011).

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Cependant, le déficit de la balance des services (hors revenus des facteurs) s'est, quant à lui, amenuisé en 2012 à 7,13 milliards de dollars (8,80 milliards en 2011), sous l'effet de la contraction des importations de services dont le montant atteint (11,09 milliards de dollars contre 12,55 milliards de dollars en 2011).

Au total, le compte courant extérieur est resté excédentaire en 2012, pendant que le compte capital a dégagé un léger déficit en situation de baisse des entrées nettes au titre des investissements directs étrangers (1,52 milliard de dollars contre 2 milliards de dollars en 2011). Quant à la balance des capitaux officiels, elle a été plus favorable en 2012. En conséquence, le solde global de la balance des paiements est estimé à 12 milliards de dollars en 2012, alimentant de facto l'accumulation des réserves officielles de change par la Banque d'Algérie, mais à un degré moindre par rapport à l'année précédente et même relativement à l'année 2010.

En 2012, l'Algérie a continué d'intensifier ses efforts pour diversifier ses échanges commerciaux et favoriser la coopération économique et régionale. Dans ce cadre, l'Algérie poursuit des négociations en vue de son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce dans le but de consolider les réformes économiques engagées et de lui permettre de mieux s'intégrer à l'économie mondiale.

Concernant le partenariat avec l'Union européenne, l'Algérie a signé en octobre 2012, trois nouveaux accords de coopération en vue d'accroître ses échanges avec l'Europe. Par ailleurs, après plus de deux années de consultations, l'Algérie et l'Union européenne sont parvenues à un accord sur la révision du calendrier du démantèlement tarifaire de l'accord d'association Algérie-Union européenne. Le nouveau calendrier prévoit, notamment un report jusqu'en 2020 de la levée des barrières tarifaires pour une large gamme de produits industriels importés par l'Algérie et un réaménagement de certains contingents préférentiels de l'Union européenne pour les produits agricoles frais et/ou transformés. Ces nouvelles dispositions ont pris effet à partir du 1^{er} septembre 2012.

Les principaux fournisseurs de l'Algérie en 2012 sont successivement la France, la Chine, l'Italie, l'Espagne et l'Allemagne. Concernant les exportations, les principaux clients de l'Algérie en 2012, ont été respectivement : les Etats-Unis (11.94 milliards USD), l'Italie (11.67 milliards USD), l'Espagne (7.57 milliards USD), la France (6.60 milliards USD) et le Canada (5.48 milliards USD).

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Au cours du premier semestre de l'année 2014 la balance des paiements algérienne a terminé par un déficit de 1,32 milliards de dollars. Les fluctuations entre déficit et excédent au cours de l'année 2013, ont fini par un déficit. Il a été de 100 millions de dollars au premier trimestre, et de 1,23 milliards au second. Le premier semestre de l'année 2013 a vu un excédent de 880 millions de dollars, et le second semestre un déficit de 750 millions. 2013 s'est ainsi terminé par un quasi équilibre (+130 millions de dollars)²¹². Le déficit du premier semestre 2014 est dû à la stagnation en valeur des exportations d'hydrocarbures, face à des importations qui ont continué à croître. La balance des biens et services termine ainsi à -1,3 milliards de dollars, expliquant entièrement le déficit de la balance des paiements. Les autres postes courants se sont maintenus à peu près au même niveau que l'année passée. Il en est de même des variations des postes de capital. Le solde de 1,32 a été bien évidemment comblé en puisant dans les réserves de change. A la fin juin 2014 ces dernières étaient de 193,3 milliards contre 194 milliards à la fin de l'année 2013.

Tableau 12: Statistiques de la balance des paiements de l'Algérie «1992 – 2013 »²¹³

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Solde extérieur courant	1.30	0.80	-1.84	-2.24	1.25	3.45	-0.91	0.02
Solde du compte de capital	-1.07	-0.81	-2.54	-4.09	-3.34	-2.29	-0.83	-2.40
Solde global	0.23	-0.01	-4.38	-6.32	-2.09	1.16	-1.74	-2.38

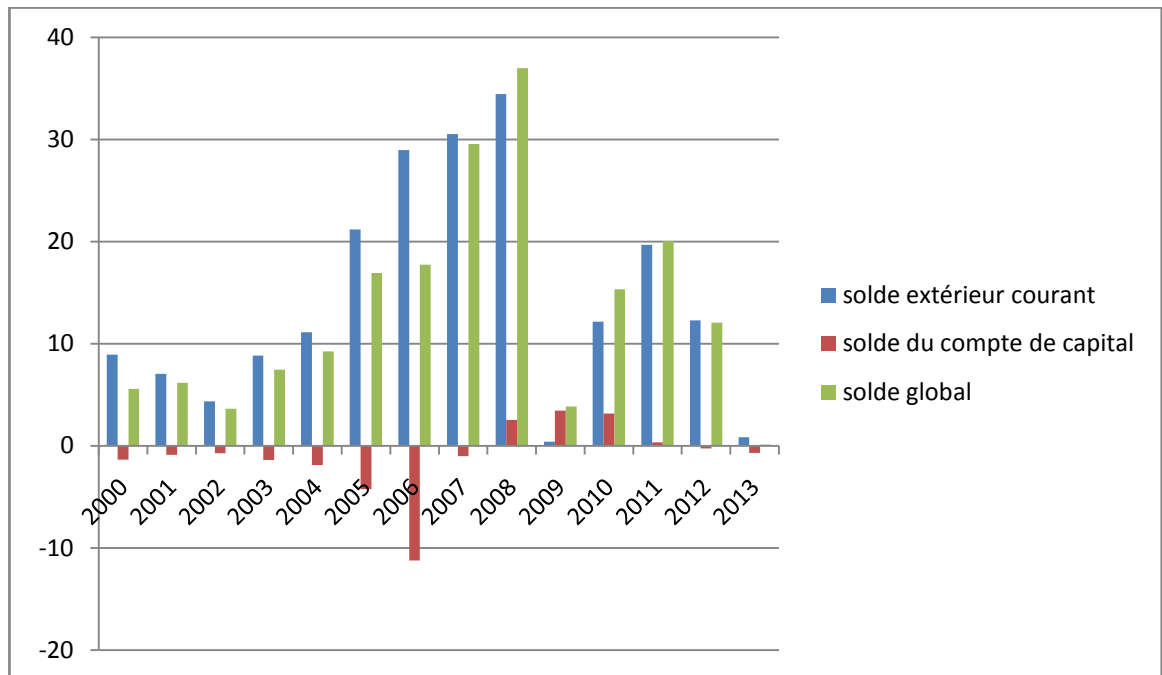
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Solde extérieur courant	8.93	7.06	4.37	8.84	11.12	21.18	28,95
Solde du compte de capital	-1.36	-0.87	-0.71	-1.37	-1.87	-4.24	-11.22
Solde global	7.57	6.19	3.65	7.47	9.25	16.94	17.73

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Solde extérieur courant	30.54	34.45	0.40	12.15	19.70	12.3	0,84
Solde du compte de capital	-0.99	2.54	3.46	3.18	0.36	-0.25	-0.7
Solde global	29.55	36.99	3.86	15.33	20.06	12,06	0,13

²¹² Données de la Banque d'Algérie.

²¹³ Tableau réalisé par nous même à partir des données de la Banque d'Algérie, notamment le Bulletin statistique de la BA, séries rétrospectives, statistiques de la balance des paiements, 1992-2011, hors série- Juin 2012.

Graphique 18: Balance des paiements de l'Algérie (2000-2013)



Source : Données du tableau 12

3.2/ Réserves de change

Les réserves de change de l'Algérie ont grimpé grâce à l'envolée des prix des hydrocarbures et des excédents commerciaux dégagés. Les réserves, tout juste égales à 11,90 milliards de dollars en 2000 (et inférieures à 5 milliards de dollars en 1999) ont atteint 110,18 milliards de dollars à fin 2007. Elles s'accroissent en effet à un rythme de 3 à 4 milliards de dollars par mois²¹⁴ (correspondant à un accroissement annuel de 32,399 milliards de dollars). Elles auront donc été multipliées par 20 entre 1999 et 2007 soit en l'espace de moins de dix ans.

L'importante reconstitution des réserves officielles à partir de l'année 2000 et le niveau atteint à fin 2007 placent l'Algérie parmi les principaux pays détenteurs de réserves officielles de change, c'est-à-dire les réserves de change détenues et gérées par les banques centrales. Depuis fin 2002, l'Algérie dispose d'une position financière extérieure nette positive.

²¹⁴ Flore DUCHMANN, mission économique, « Evolution du taux d'inflation en Algérie », Alger, 2006, P5.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Tableau 13 : Evolution des réserves de change en Algérie (1992 – 2013) Réserves brutes (or non compris) en : milliards de dollars / mois d'importation de biens et services.

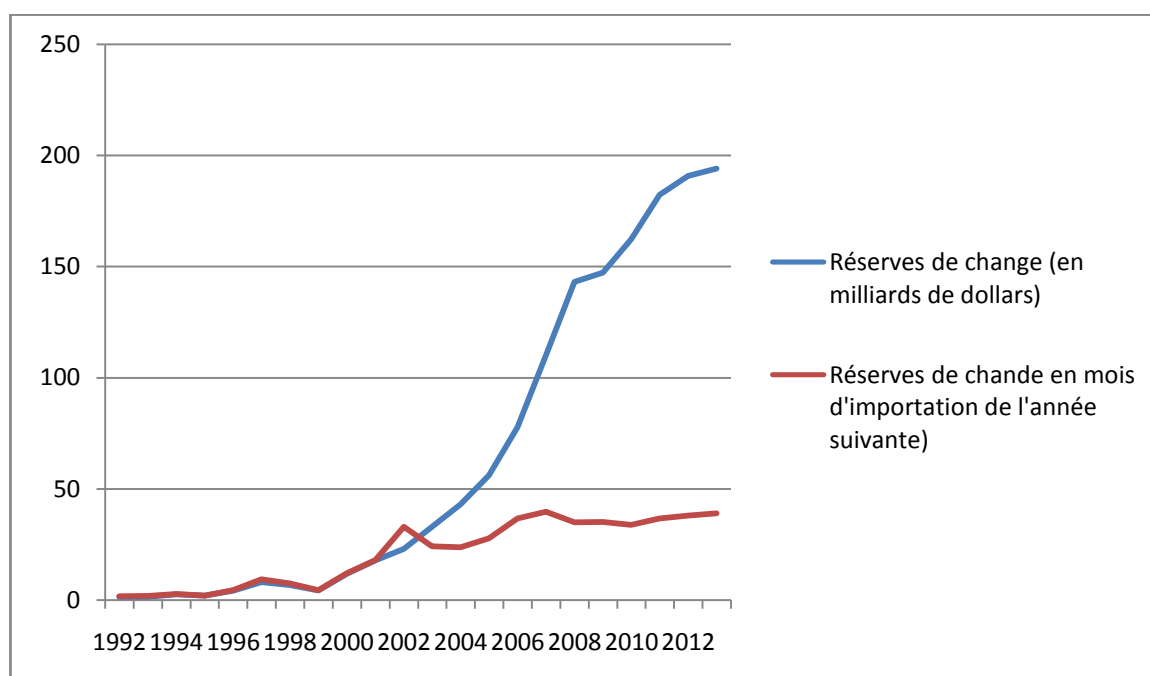
1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1,50 M\$	1,50	2,60	2,10	4,20	8,05	6,84	4,40
1,79mois	1,88	2,82	2,08	4,48	9,39	7,56	4,58

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
11,90	17,96	23,11	32,94	43,11	56,18	77,78	110,18
12,19	18,08	19,14	24,24	23,72	27,87	36,66	39,73

2008	2009	2010	2011	2012	2013
143.10	147.22	162.22	182.2	190.7	194.01
35	35.1	33.9	36.7	38	39

Source : données de la Banque d'Algérie et du FMI.

Graphique 19: Evolution des réserves de change (en milliards de dollars et en mois d'importation de l'année suivante)



Source : Données du tableau 13

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

La Banque d'Algérie cherche, aujourd'hui, à optimiser la gestion de ses réserves en forte expansion.

La Banque d'Algérie poursuit rigoureusement l'effet d'amélioration de la gestion des réserves officielles de change selon les règles et normes propres aux Banques centrales et en faisant face à la volatilité sur les marchés financiers internationaux.

Depuis la crise des subprimes qui a secoué les principales Bourses mondiales, la Banque d'Algérie a revu l'architecture des placements des réserves, en privilégiant les titres souverains.

Le choix du titre est motivé par la nullité du risque sur le capital. Ainsi, les banques centrales placent dans les titres gouvernementaux, les institutions multilatérales et les agences gouvernementales dont le rating est de AAA. Autre condition, celle de la liquidité. C'est-à-dire qu'à n'importe quel moment, la banque centrale peut disposer de son argent. S'agissant de la tendance à placer dans des bons de Trésor américain, le billet vert reste la monnaie de réserve dominante.²¹⁵

Entre 2001 et 2003, la Banque d'Algérie a entrepris une opération de diversification des placements, en faveur de l'euro. Une partie des réserves en dollar a été convertie, « au moment opportun », en euro. Mais le dollar reste la monnaie de réserve dominante.

La Banque d'Algérie ne garde pas les recettes en devises totalement en monnaie américaine, qui est l'unité de compte sur les marchés pétroliers et donc la principale composante des revenus extérieurs de l'Algérie. La diversification de ces placements en termes de monnaie se fait également en euro, en yen japonais et en livre sterling, entre autres, malgré le fait que les transactions financières de l'Algérie sont opérées quasi-exclusivement en dollars et en euros.

La Banque centrale utilise deux manières pour placer les réserves de change de l'Algérie. Les placements à l'étranger seraient de 94%²¹⁶ en titre souverain, c'est-à-dire en bons de Trésor américain, japonais, britanniques et européens qui sont pour la plupart cotés AAA (placements très sûrs selon les notations qui ont montré avec la crise leurs limites) avec des durées qui sont plus ou moins longues.

²¹⁵ M. Laksaci, Gouverneur de la Banque d'Algérie.

²¹⁶ Mohamed Laksaci, à l'occasion de l'une de ses interventions fin décembre 2013.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Le second placement (6%) s'effectue à travers les dépôts de la Banque centrale sur le marché bancaire et interbancaire. L'argent est déposé par la Banque centrale auprès de banques internationales qui disposent de références très élevées.

Les placements de ces réserves sont effectués dans les 'actifs publics' (titres gouvernementaux) à l'étranger. Ce qui signifie que pour ces placements, les débiteurs de l'Algérie sont des Etats souverains. En conséquence, si les placements sont effectués en dollars, le débiteur de l'Algérie est donc le Trésor public américain, si c'est en livres sterling, le débiteur est alors le Trésor public britannique et ainsi de suite.²¹⁷

L'Algérie investit donc ses placements à travers des valeurs d'Etat dans les pays concernés et non à travers des placements en 'valeurs de marché' qui, elles, sont des titres à risque élevé. Même si les valeurs de marché ont des rendements plus importants que les valeurs d'Etat, ils présentent toutefois des risques élevés en cas de retournement de conjoncture. Quant aux changements qui peuvent intervenir sur l'ensemble de ces valeurs, elles évoluent en fonction de deux éléments. Il s'agit des taux d'intérêt, lesquels ont enregistré une baisse aux Etats-Unis suite aux décisions prises par la Réserve fédérale (Banque centrale américaine) qui a procédé à des baisses du taux en raison de la crise des prêts hypothécaires à haut risque et à une probable récession aux Etats-Unis.

Le second élément est l'évolution des parités des monnaies fortes entre elles, telle la parité entre le dollar par rapport aux autres devises. Or, l'évolution de ces parités, telle la dépréciation du dollar par rapport à l'euro, est atténuée par la Banque d'Algérie à travers une gestion judicieuse du portefeuille des réserves de change par le biais d'une diversification des monnaies composant ces réserves.

Une gestion active des réserves de change, certes, suppose que l'on profite des fluctuations des différentes monnaies clefs mais suppose que l'on ait une marge de sécurité en gardant au moins 30% des réserves de change disponibles immédiatement. Par ailleurs, avec les nouvelles politiques des banques centrales dans le monde, force est de reconnaître que compte tenu de l'inflation mondiale le rendement des avoirs algériens placés dans les structures garanties par les Etats est inférieur aux taux directeurs des banques centrales c'est-à-dire finançant gratuitement les économies d'autres pays.

²¹⁷ Ministre des Finances, Karim DJOUDI, « Algérie : les réserves de change, les bons du Trésor et les subprimes », le Maghreb, par : Salima Zouggar.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Les statistiques de la Banque centrale algérienne démontrent qu'aucune part de ces réserves n'a été placée dans des actifs à risque comme les titres gouvernementaux émis par des pays en crise, tels que la Grèce, le Portugal, l'Espagne", a affirmé le premier responsable de la Banque centrale.

M. Laksaci a également confirmé que le rendement des placements réalisés par la banque centrale reste modeste. Selon les chiffres de la Banque d'Algérie pour 2012, ces dépôts ont réalisé une moyenne annuelle de revenus estimée à 1,93%.

La conduite de la diversification des devises de placement (de l'Algérie) corrélativement à la poursuite d'une gestion prudente des réserves, en termes de niveau de risques inhérents aux instruments de placement, a permis à la Banque d'Algérie de faire face, dans une grande mesure, aux turbulences sur les marchés financiers internationaux.

La crise financière internationale et ses retombées sur la situation économique mondiale ont eu pour effet de réduire la capacité d'épargne du pays et sont à l'origine d'une baisse des réserves de change et du rendement sur leur placement.

L'importante chute des prix du pétrole réduit de manière considérable les recettes d'exportation du pays et, partant, la capacité d'épargne budgétaire.

Une faiblesse durable des prix du pétrole se traduirait donc par un fort amenuisement de l'épargne accumulée ainsi que par une baisse corrélative des réserves de change.

Le rendement sur les placements des réserves de change a, par ailleurs, enregistré une réduction qu'on impute au niveau historiquement bas des taux d'intérêt liés à la persistance de la grave crise financière internationale.

Ce ne sont donc pas les sources de risques qui manquent. Alors, le rendement réel des placements des réserves de change algériennes à l'étranger n'est pas satisfaisant pour tout le monde, même si du côté officiel on n'a pas encore trouvé mieux pour fructifier les revenus engrangés suite à l'exportation des hydrocarbures.

D'autres risques, comme l'inflation pèsent sur ces réserves acquises grâce à l'appréciation du prix du pétrole. L'Algérie peut perdre cet avantage du fait de la dépréciation du dollar. Cette menace subsistera tant que la rente est tirée uniquement du pétrole échangé contre des dollars.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Ancrée sur une solidité marquée de la position financière extérieure nette de l'Algérie, la politique de taux de change est bien en phase avec la stabilité externe préservée. Cependant, le challenge reste d'asseoir durablement une compétitivité externe hors hydrocarbures pour soutenir la viabilité à moyen et long terme de la balance des paiements. Dans cet objectif, la politique de taux de change doit être accompagnée par d'autres mesures de politique économique visant à accroître la productivité et la diversification de l'économie nationale.

Le système financier international connaissant des situations de marasme, il est évidemment peu recommandé de placer ces réserves sur les places financières mondiales. Cela est extrêmement risqué d'autant plus qu'on n'a pas les instruments qu'il faut pour savoir quelles sont les banques et les institutions financières qui ont absorbé le moins de créances toxiques. Il y a bien sûr les bons du Trésor américain, mais là aussi il faudrait être sûr de la stabilité du dollar qui fluctue au gré du marché pétrolier et du comportement de certaines monnaies, comme la monnaie chinoise. La meilleure sécurité pour nos réserves de change consiste à les placer dans le développement économique et la formation qualifiante. La bonne solution devrait consister à rapatrier sans tarder ces réserves pour les placer le plus rapidement possible dans des programmes de développement de capacités de production installées, la réalisation d'infrastructures, la formation à divers métiers, l'acquisition de connaissances et de technologies nouvelles et la promotion de PME. Il ne faut vraiment pas craindre de former, qualifier et requalifier si nécessaire la moitié de l'Algérie.

3.3/ La dette extérieure

L'Algérie avait connu un sérieux problème de dette extérieure au début des années 90 : après avoir vu sa situation extérieure se détériorer suite au « contre choc » pétrolier de 1986, et devant la difficulté croissante d'accès aux marchés financiers internationaux, l'Algérie a fait appel de façon croissante aux crédits commerciaux à court terme, ce qui l'a en fin de compte placée dans une situation « d'étranglement » financier, puisque le ratio du service de la dette aux exportations a atteint 82% en 1993.

L'Algérie a dû recourir alors au rééchelonnement de sa dette extérieure, appuyé par un programme de 4 ans avec le Fonds Monétaire International : elle s'est présentée deux fois devant le Club de Paris (en 1994 et 1995) et une fois devant le Club de Londres (1996). Au total, ce sont 14,6 milliards de dollars qui ont été rééchelonnés, soit plus de 50% du stock de la dette estimé à 28 milliards en 1994. Ce rééchelonnement a permis de ramener le ratio du service de la dette à 30,9% dès 1996, puis au-dessous de 25% à partir de 2000.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Le stock de la dette a baissé de 10 milliards de dollars en cinq années, passant de 33,6 milliards USD en 1996 à 22,5 milliards USD en 2001 ; l'encours de la dette qui s'élevait à 73% du PIB en 1996 est tombé à 42% en 2002 et 35% en 2003.

Après le rééchelonnement de la dette extérieure auprès du Club de Paris et du Club de Londres entre 1994 et 1998, pour faire face à l'acuité du poids de l'endettement extérieur, l'amélioration de la position financière extérieure de l'Algérie à partir de 2000 a permis de ramener les indicateurs de la dette extérieure à des niveaux soutenables particulièrement depuis 2004 avec la mise en œuvre des remboursements de la dette extérieure par anticipation.

A la fin de 2003, la dette extérieure de l'Algérie totalisait 23,4 milliards de dollars (à l'exclusion de la dette payable à la Russie remontant à l'époque soviétique), dont 12,2 milliards de dollars de dette rééchelonnée aux Clubs de Paris et de Londres et 5 millions de dollars devant être remboursés à des créanciers multilatéraux.

En 2004-2005, l'Algérie a remboursé par anticipations 3,3 milliards de dollars, notamment à ses créanciers multilatéraux, dont le Fonds Monétaire International.

La poursuite des remboursements par anticipation au cours des années 2005 et 2006 a permis une forte réduction de la dette publique extérieure, témoignant du succès de la politique de désendettement extérieur de l'Algérie et du niveau de sécurité financière extérieure.

En mars 2006, la Russie a annulé des créances de l'époque soviétique totalisant 4,7 milliards de dollars en échange d'un engagement de l'Algérie à importer des biens et services russes d'une valeur équivalente sur une période non définie. C'est ainsi qu'ont été posés les jalons d'une approbation par le Club de Paris en mai 2006 de la requête de l'Algérie visant à payer par anticipation l'encours de sa dette (à sa valeur nominale). A la suite de négociations bilatérales, la dette des Clubs de Paris et de Londres, évaluée à 8,5 milliards de dollars, a été payée par anticipation vers la fin de 2006. Une somme supplémentaire de 2 milliards de dollars a également été versée par anticipation aux créanciers multilatéraux en 2006.

L'encours de la dette extérieure à moyen et long terme n'est plus que de 4,889 milliards de dollars à fin 2007, soit seulement 3,6% du produit intérieur brut. Après une relative stabilisation de 2001 à 2003 autour de 22,5 – 23 milliards de dollars, le niveau de l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme connaît une tendance baissière depuis

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

2004 passant de 16,485 milliards de dollars à fin 2005 à 5,062 milliards de dollars à fin 2006 et 4,889 milliards de dollars à fin 2007.

Suite au remboursement total des crédits de rééchelonnement, la structure de l'encours de la dette à moyen et long terme par type de crédits à fin 2007 indique une nouvelle tendance où les crédits bilatéraux représentent environ 80%.

Au total, la mise en œuvre soutenue de la décision stratégique de réduction de la dette extérieure de l'Algérie, a permis un emploi économiquement efficient des ressources financières disponibles, d'autant plus que les turbulences sur les marchés financiers internationaux depuis la moitié de 2007 ont conduit à un durcissement des conditions de crédit des banques internationales.

La dette extérieure à moyen et long terme s'est stabilisée à 3,679 fin 2010 (n'était plus, à fin novembre 2008, que d'environ 4 milliards de dollars). Les importants remboursements par anticipation de dette extérieure effectués principalement en 2006 ont, en effet, significativement contribué à asseoir le faible endettement extérieur comme élément important de résistance à moyen terme aux chocs externes.

La dette extérieure en 2011 s'est contractée de 1,3 Milliards de US \$, se situant ainsi à 4,4 Milliards de US \$ en 2011 contre 5,7 Milliards de US \$ en 2010. Par rapport au PIB, la dette extérieure totale représente 2,2% en 2011 contre 3,5% en 2010.

La position financière extérieure nette du pays s'est davantage consolidée au cours de l'année 2012 ; et l'encours de la dette extérieure à moyen et long terme est estimée à 2,479 milliards USD à fin 2012 (contre 3,263 milliards USD à fin 2011). La dette extérieure à court terme s'est stabilisée à un milliard de dollars. Malgré l'accroissement des investissements publics au cours de ces dernières années (286 milliards dans le plan quinquennal 2010-2014), le niveau de la dette extérieure n'a pas augmenté du fait que le pays n'a plus recours au financement extérieur depuis 2006. La dette publique totale est estimée à 8,9% du produit intérieur brut en 2012 (contre 9,9% en 2011). La dette extérieure totale comporte deux parties : la dette publique externe garantie par l'Etat ou un organisme public (environ 1,3 milliards USD) et les dettes contractées par les entreprises privées, entièrement sous contrôle étranger, ayant procédé à des investissements directs en Algérie. La structure de la dette à moyen et long termes, par type de crédit, montre que l'endettement extérieur bilatéral

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

constitue la quasi-totalité de l'encours de la dette (soit environ 75%), suivi des crédits financiers. Les crédits multinationaux ne représentent qu'environ 0,2% du total.

Tableau 14: Evolution de la dette extérieure et de ses ratios

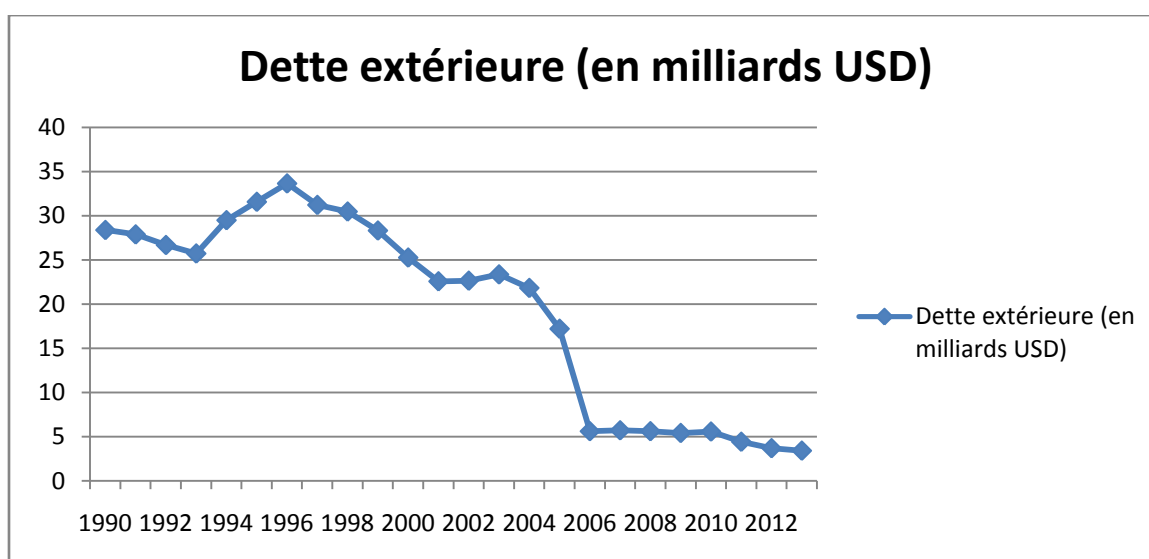
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Dette extérieure (milliards USD)	28.38	27.88	26.68	25.72	29.49	31.57	33.65
Dette extérieure (en % du PIB)	45.87	61.43	54.17	50.50	69.56	75.09	71.71

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
31.22	30.47	28.32	25.26	22.57	22.64	23.35	21.82	17.2
64.24	63.24	58.27	47.23	41.90	42.05	35.03	26.40	16.7

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
5.6	5.7	5.6	5.4	5.681	4.405	3.676	3.396
4.9	4.2	3.3	3.9	-	-	-	-

Source : Tableau réalisé par nous même à partir des statistiques de la Banque d'Algérie, du FMI, et du rapport du CNES.

Graphique 20: Evolution de la dette extérieure (en milliards de dollars)



Source : Réalisé à partir des données du tableau précédent.

CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie

Grâce à la hausse des prix du pétrole ces dernières années, la position extérieure de l'Algérie s'est renforcée. L'excédent global de la balance des paiements a connu une nette amélioration qui est venu alimenter les réserves officielles de change qui ont atteint 194,01 fin 2013 et la dette extérieure est passée de 17,2 milliards de dollars en 2005 à 3,396 en 2013.

Ces principaux paramètres de la position financière extérieure nette de l'Algérie confirment sa solidité et confortent sa résistance face aux chocs extérieurs.

Conclusion du chapitre IV

En 2013, le taux de croissance s'est établi à 3% contre 3,3% en 2012, tiré par la demande privée et les investissements des entreprises publiques, ce qui a permis de compenser un recul des exportations, notamment d'hydrocarbures, et des dépenses publiques.

L'envolée des prix du pétrole a permis une stabilité renforcée du cadre macroéconomique, un important niveau des réserves de change ainsi que des ressources accumulées dans le fonds de régulation des recettes permettant de faire face aux chocs extérieurs.

Le PIB de l'Algérie était de 16 115,5 milliards de dinars en 2012. Or, il y a lieu de souligner la faiblesse de la production et de la productivité du fait que 97/98% des exportations sont le résultat des hydrocarbures à l'état brut et semi brut, les 2/3% hors hydrocarbures fluctuant depuis plus de 20 ans pour un montant dérisoire de 900 millions USD et 1,5 milliards USD²¹⁸. Ces 2/3% sont constituées en majorité de produits semi finis, issus eux-mêmes des hydrocarbures et déchets ferreux et non ferreux. C'est que plus de 90% du tissu économique est constitué de PMI/PME organisées sur des structures familiales, ne possédant pas de management stratégique, ne pouvant pas faire face à la concurrence internationale. Les importations couvrent 70/75% des besoins des ménages et des entreprises. Le taux de croissance officiel hors hydrocarbures est réalisé pour 80% à travers la dépense publique et il ne reste pour les entreprises véritablement autonomes créatrices de richesses, pouvant évoluer dans un environnement concurrentiel mondial, que moins de 20% du PIB.

La croissance de l'économie pourrait être stimulée compte tenu des potentialités énormes dont dispose l'Algérie, notamment les immenses réserves de change provenant des hydrocarbures. Une stratégie de développement visant une croissance plus forte et soutenue contribuerait à créer plus d'emplois, notamment au profit des jeunes et à atténuer le déficit de logements auquel est confronté le pays. A cet effet, l'option stratégique nationale est de dynamiser le processus de diversification de l'économie à partir du secteur hors hydrocarbures tout en approfondissant les réformes nécessaires à la transformation structurelle de l'économie. Pour diversifier l'économie et soutenir la croissance des secteurs d'activité hors hydrocarbures, il faut à la fois maintenir la stabilité macroéconomique et améliorer les infrastructures, le capital humain et les services publics.

²¹⁸ MEBTOUL Abderrahmane, professeur d'universités, « Economie algérienne : un rapport contradictoire et alarmant du FMI », Le matin, 10/10/2012.

Introduction

En Algérie, la conduite de la politique monétaire est une attribution de la Banque d'Algérie. Elle est exercée par l'intermédiaire du Conseil de la Monnaie et du Crédit. L'article 35 de l'ordonnance sur la monnaie et le crédit (2003) définit la mission de la Banque d'Algérie en la matière : « La Banque d'Algérie a pour mission de créer et de maintenir dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement rapide de l'économie, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie ». La stabilité des prix et la croissance économique sont bien les objectifs assignés à la politique monétaire. Les nouvelles dispositions législatives d'août 2010 relatives à la monnaie et au crédit assignent à la Banque d'Algérie l'objectif explicite de stabilité des prix.

Depuis 2000/2001, la Banque centrale a élaboré et conduit la politique monétaire de manière indépendante. Durant ces dernières années, les rythmes d'inflation sont restés bas.

L'objectif de ce chapitre est de s'interroger sur la manière dont est conçue la politique monétaire en Algérie, sur ses objectifs, et sur ses résultats.

Afin de répondre à ces questionnements, nous avons éclaté ce chapitre en trois sections :

Section 1 : Evolution des agrégats et des indicateurs monétaires en Algérie ;

Section 2 : La conduite de la politique monétaire en Algérie ;

Section 3 : Appréciation critique de la politique monétaire en Algérie.

Section 1 : Evolution des agrégats et des indicateurs monétaires en Algérie

L'analyse de l'évolution monétaire, à partir de l'année 2000, met en avant l'importance accrue des avoirs extérieurs comme déterminant structurel de l'expansion monétaire en Algérie. Avant d'examiner l'évolution des principaux agrégats et indicateurs monétaires, nous allons essayer d'expliquer le processus de monétisation des avoirs extérieurs qui est la source principale de la création monétaire en Algérie.

1.1/ Monnaie et flux de liquidités

Dans une économie donnée, selon la définition usitée, la monnaie est créée à l'occasion de la monétisation de créances. Il s'agit de créances sur l'Etat, de créances sur l'économie et de créances sur l'extérieur (avoirs extérieurs en devises).

En vertu de cette définition, et compte tenu de la réglementation des changes en vigueur en Algérie, les devises rapatriées par les agents économiques au titre des exportations de biens et services sont cédées à la Banque d'Algérie (100% pour les exportations d'hydrocarbures, 50% pour les exportations hors hydrocarbures, 50% pour les exportations de services) contre la monnaie banque centrale²¹⁹. Les devises ainsi achetées, nettes de ventes des devises effectuées sur le marché interbancaire des changes au profit des agents économiques résidents pour répondre à leurs obligations de transfert vers l'étranger, alimentant les réserves officielles de change détenues par la Banque d'Algérie.

Les réserves officielles de change détenues par la Banque d'Algérie, qui sont les créances sur les pays émetteurs des devises, constituent la garantie de toute la masse monétaire (en dinars) dans l'économie nationale, c'est-à-dire en possession des agents économiques (Etat, entreprises et ménages). Si la loi définit clairement les devises étrangères comme élément de couverture de la monnaie nationale (le dinar), la contrepartie de ces réserves de change se retrouve dans l'économie nationale au niveau :

- Des dépôts de l'entreprise nationale des hydrocarbures auprès de sa banque (contrepartie de cessions des recettes d'exportation d'hydrocarbures non utilisées) ;
- Des dépôts de l'Etat dans ses comptes tenus sur les livres de la Banque d'Algérie (part de la fiscalité pétrolière non dépensée) ;
- Des dépôts des autres agents économiques non financiers auprès des banques.

²¹⁹ Banque d'Algérie, « Situation monétaire et politique monétaire », de l'année 2009, P 170.

L'utilisation des réserves de change détenues par la Banque d'Algérie par les agents économiques résidents passe par l'achat de ces réserves sur le marché interbancaire des changes contre monnaie nationale pour répondre à leurs obligations de transfert vers l'étranger, soit au titre de leurs paiements courants (importations de biens et services,...) ou de remboursements d'emprunts et investissements à l'étranger, ce qui entraîne de facto une destruction de monnaie au sens de M2.

Depuis l'exercice 2002 et plus particulièrement entre 2004 et 2007, la caractéristique principale de l'évolution monétaire en Algérie est représentée par une création monétaire qui a pour origine principale la monétisation des avoirs extérieurs²²⁰.

Pour expliciter ce processus, il convient d'analyser la typologie des opérations de l'économie nationale avec le reste du monde, sous l'angle de seulement quatre agents économiques : agent économique « Entreprises des hydrocarbures », agent économique « Etat », agent économique « Banque d'Algérie » et agent économique « Reste de l'économie nationale ».

La monnaie créée, nette des opérations de transfert à l'étranger et de remboursement de crédits distribués, se retrouve sous forme de dépôts des agents non financiers dans les banques, les CCP et le Trésor et sous forme de monnaie fiduciaire dans le public.

Ce processus de création monétaire se déroule comme suit :

- Les entreprises des hydrocarbures rapatrient les devises étrangères reçues au titre de l'exportation des hydrocarbures et les rétrocède à la Banque d'Algérie. En contrepartie des devises rétrocédées, cet agent économique reçoit de la Banque d'Algérie, sur ses comptes tenus sur les livres de sa banque commerciale et autres banques de la place, de la monnaie nationale.

A partir de cette création monétaire primaire, l'agent économique « Entreprises des hydrocarbures » :

- transfère à l'étranger la quote-part revenant à ses associés, c'est-à-dire autre que le partage de production ;
- verse la fiscalité sur les hydrocarbures vendus et la redevance annuelle à l'Etat ;

²²⁰ Banque d'Algérie, « Situation monétaire et politique monétaire », de l'année 2007, P 152.

- règle ses importations de biens et services ;
- règle le principal et les intérêts sur sa dette extérieure ;
- effectue le paiement, le cas échéant, de la différence entre ses dépenses en monnaie nationale (salaires, matières premières, services, investissements,...) et ses recettes sur le marché intérieur.

La partie de ses recettes rapatriées et de ses recettes domestiques non dépensées est logée dans ses comptes ouverts dans les banques de la place. Ces dépôts font partie de la masse monétaire.

L'agent économique « Etat » reçoit :

- La fiscalité pétrolière et la redevance annuelle des entreprises des hydrocarbures ;
- Une partie du résultat de l'exercice de la Banque d'Algérie ;
- La fiscalité ordinaire de l'agent économique « Reste de l'économie nationale » ;
- Les autres produits non fiscaux.

Les recettes reçues permettent à l'Etat :

- De couvrir les dépenses budgétaires, courantes et d'équipements ;
- De payer le service de la dette interne ;
- De payer le service de la dette externe, déduction faite d'éventuels emprunts extérieurs mobilisés.

Si l'Etat ne dépensait pas la fiscalité pétrolière, celle-ci serait portée globalement sur le compte du Trésor tenu sur les livres de la Banque d'Algérie. De ce fait, la fiscalité pétrolière serait en quelque sorte stérilisée et donc non recensée comme masse monétaire. Il importe de souligner que les dépôts en monnaie centrale du Trésor représentent une créance de l'Etat sur le secteur bancaire.

Les dépenses de l'Etat effectuées en dinars, déduction faite de l'ensemble de ses recettes hors hydrocarbures (fiscalité hors hydrocarbures et les autres produits non fiscaux) représentent des recettes pour l'agent économique « Reste de l'économie nationale ».

L'agent économique « Banque d'Algérie » reçoit :

- Les devises des agents économiques « entreprise des hydrocarbures » (en contrepartie des exportations des hydrocarbures) et « Reste de l'économie nationale » (exportations hors hydrocarbures) qui sont une créance sur le reste du monde ;
- Les devises en contrepartie du produit de placements des réserves officielles de change à l'étranger.

Les dépenses de la Banque d'Algérie sont représentées, principalement, par :

- L'importation de biens et services,
- Les charges d'exploitation en monnaie nationale, qui sont des recettes pour l'agent économique « Reste de l'économie nationale ».

D'un autre côté, cet agent économique verse aux détenteurs des comptes en devises des intérêts sur les dépôts qui sont gérés pour son compte par les banques.

La Banque d'Algérie verse à l'Etat une partie de ses résultats.

Elle gère l'épargne de l'Etat enregistrée sur les comptes du Trésor tenus sur ses livres.

L'agent économique « Reste de l'économie nationale » reçoit comme produit :

- Les dépenses des entreprises des hydrocarbures, de l'Etat et de la Banque d'Algérie ;
- Les devises en contrepartie des exportations hors hydrocarbures (50% en dinars, les 50% restants sont gérés par les banques en comptes devises) ;
- Les transferts de salaires, retraites et autres produits de l'étranger.

Cet agent transfert :

- Le solde net des services importés (solde entre les services exportés et les services importés) ;
- La valeur des importations de biens ;
- Le service de la dette extérieure qui le concerne.

Dans le souci de simplification, les dépenses en devises des agents économiques « Etat » et « Banque d'Algérie » sont enregistrées au niveau de cet agent économique qui, de ce fait, suivant le calcul reçoit de ces deux agents économiques l'ensemble des dépenses y compris la part à régler en devises.

Le solde de l'ensemble des opérations de l'agent économique « Reste de l'économie nationale », représente les flux de dépôts dans les banques et de monnaie fiduciaire en tant que flux de monnaie créée et non détruite.

L'excès des produits bancaires sur les charges bancaires se déduit des dépôts de l'agent économique « Reste de l'économie nationale » en tant que variable résiduelle pour assurer l'équilibre entre les montants obtenus suivant le processus de création monétaire et les déclarations des banques au niveau de leurs situations comptables mensuelles.

Les flux de monnaie créés par l'intermédiaire des entreprises des hydrocarbures et de l'agent économique « Reste de l'économie nationale » sont correctement représentés à travers les déclarations des banques à la Banque d'Algérie.

La masse monétaire (M2) est constituée de l'ensemble des moyens de paiement détenus par les agents non financiers sous forme d'encaisses fiduciaires, de dépôts à vue et de la quasi monnaie. En Algérie, c'est l'agrégat de référence en matière de politique monétaire.

Dans le schéma présenté de l'économie nationale, ce sont donc les moyens de paiement détenus par les agents « Entreprises des hydrocarbures » et « Reste de l'économie nationale » qui constituent la masse monétaire.

Les flux annuels de monnaie ont pour contrepartie (origine) les flux nets de devises entre l'économie nationale et le reste du monde et les flux nets de crédits octroyés par les banques et établissements financiers qui sont un sous-ensemble de l'agent économique « Reste de l'économie nationale ».

Les flux nets en devises s'analysent aussi comme :

- L'excès de l'épargne nationale sur investissement, correspondant au solde net des opérations courantes avec le reste du monde et
- Le solde des opérations financières (compte de capital) avec le reste du monde.

Les variations d'avoirs monétaires résultants des flux nets en devises avec le reste du monde s'analysent comme les soldes nets de l'ensemble des opérations d'une économie avec le reste du monde.

Il est donc intelligible d'évaluer les variations des avoirs monétaires des agents non financiers d'une économie au moyen des soldes nets des opérations sur biens et services et opérations financières des deux agents économiques non financiers (entreprises non financières et ménages et entreprises d'hydrocarbures) avec les autres agents financiers ou non internes et le reste du monde.

Les avoirs monétaires de l'Etat résultant de l'excès de son épargne sur son investissement n'apparaissent pas dans la masse monétaire, dès lors qu'ils sont logés dans le compte du Trésor à la Banque d'Algérie.

A ces flux nets en devises, il faut ajouter les flux nets de crédits octroyés par les banques, établissements financiers et Trésor pour obtenir les variations d'avoirs monétaires des agents économiques non financiers.

1.2/ L'évolution des agrégats monétaires

Dans ce paragraphe, nous allons analyser l'évolution de la masse monétaire (M2), des avoirs extérieurs et des avoirs intérieurs.

1.2.1/ La masse monétaire (M2)

La masse monétaire (M2) a enregistré une forte augmentation, en 2001, de l'ordre de 23%. Cette augmentation s'explique par la forte croissance des dépôts à terme en dinars et des dépôts en devises résultant de l'accroissement de l'épargne financière des entreprises du secteur des hydrocarbures.

L'année 2002 a été marquée par une décélération de la croissance monétaire à un rythme de 17,3% en termes de masse monétaire M2.

L'évolution de la situation monétaire au cours de l'année 2003 montre que l'agrégat monétaire (M2) a enregistré une croissance de 15,1%. Il s'agit là de la poursuite du recul du taux d'expansion monétaire qui était de 17,3% en 2002 et de 23% en 2001.

L'agrégat monétaire M2 a connu une croissance de 15,8% en 2004, essentiellement liée à la croissance de la masse monétaire au sens strict (M1), de 26,3%. Cette accélération tient beaucoup plus à l'évolution de la monnaie fiduciaire, des dépôts au Trésor et des comptes chèques postaux, qu'à celle des dépôts à vue dans les banques. La masse monétaire M2 est évaluée à 3 738 milliards de dinars à fin 2004.

La masse monétaire (M2) a atteint 4933,7 milliards de dinars à fin décembre 2006 contre 4157,5 milliards de dinars à fin décembre 2005, date à laquelle les avoirs extérieurs nets ont dépassé les liquidités monétaires et quasi monétaires dans l'économie nationale.

L'année 2006 s'est caractérisée par une forte croissance de la masse monétaire (18,67%) comparativement au rythme enregistré en la matière en 2005 (11,2%) et ce, après le trend baissier durant les cinq années précédentes.

Sous l'effet de l'expansion structurelle de l'agrégat avoirs extérieurs nets, l'année 2007 se caractérise par une forte croissance de la masse monétaire, même si le caractère haussier du rythme d'expansion de M2 a été quelque peu atténué par l'ampleur des remboursements par anticipation de la dette extérieure en 2005 et 2006. L'accroissement s'élève à 24,17% pour 2007. Avec une croissance monétaire supérieure au rythme de 2006 (18,67), l'année 2007 s'inscrit donc dans le nouveau trend de reprise du rythme d'expansion monétaire et ce, après le cycle baissier de 2001 à 2004²²¹.

Après le recul du taux d'expansion monétaire en terme de M2 au second semestre 2008 (5,36%) contre 10,13% au premier semestre 2008, le premier semestre 2009 a même enregistré une contraction en la matière (-1,13%), représentant un choc pour la situation monétaire. C'est dans ce contexte que l'expansion de M2 au second semestre 2009 (4,38) a permis de contrebalancer l'effet de la contraction monétaire du premier semestre, débouchant sur un rythme modéré de création de monnaie en 2009 (3,20%)²²².

Après une expansion monétaire historiquement basse enregistrée en 2009 sous l'effet de l'important choc externe, l'année 2010 a été marquée par le retour à l'expansion monétaire, mais à un taux inférieur aux rythmes élevés des années 2006 à 2008.

La masse monétaire M2 est évaluée à 11941,5 milliards de dinars à fin décembre 2013 contre 11015,14 milliards de dinars à fin 2012, soit un taux de progression annuel de 8,45%. Cela confirme la décélération des rythmes d'expansion monétaire qui a caractérisé l'année 2012 (10,94% contre 19,91 en 2011).

²²¹ Banque d'Algérie, « situation monétaire et politique monétaire » de l'année 2007.

²²² Banque d'Algérie, « situation monétaire et politique monétaire » de l'année 2009.

En dépit du déficit de la balance des paiements extérieurs en 2014, principalement au quatrième trimestre, les avoirs extérieurs nets ont progressé de 3,35% en 2014 (0,61 % au titre des neuf premiers mois) ; l'effet de valorisation ayant significativement joué au cours du quatrième trimestre 2014, année marquée par une reprise substantielle du rythme de l'expansion monétaire à 14,50 % (8,41% en 2013). Cette expansion est intervenue après deux années de décélération monétaire.

Afin de mieux visualiser l'évolution de la masse monétaire en Algérie nous allons construire un tableau pour regrouper toutes les données déjà vues.

Tableau 15 : Evolution de M2 en Algérie de 1970 à 2014 (en milliards de dinars)

Année	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
M2	13,1	13,9	18,1	22,9	25,8	33,7	43,6	52,0	67,5	79,7

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
93,5	109,2	137,9	165,9	194,7	223,9	227,0	257,9	293,0	308,1	343,0	415,3

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
515,9	627,4	723,5	799,6	915,1	1081,5	1592,5	1789,4	2022,5	2473,5	2901,5	3354,4

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
3738,0	4157,5	4933,7	5994,6	6955,9	7173,0	8280,7	9929,2	11015,1	11941,5	13663,9

Source : Bulletin statistique de la Banque d'Algérie de juin 2012, rapport du conseil national économique et social « regards sur la politique monétaire en Algérie », 26^e session plénière, et document de la Banque d'Algérie : Tendances monétaires et financières au 4^e trimestre de 2013.

1.2.2/ Les avoirs extérieurs nets:

Ce sont principalement les avoirs extérieurs qui alimentent la masse monétaire. Les avoirs extérieurs nets dans le bilan de la Banque d'Algérie sont en forte augmentation. Cette situation est due à l'évolution des réserves officielles gérées.

Le niveau des avoirs extérieurs nets qui avait dépassé la masse monétaire au sens de M1, c'est-à-dire la monnaie fiduciaire en circulation ainsi que les dépôts à vue, à partir de 2001, a bien atteint 72,5% de l'agrégat monétaire M2 (masse monétaire M1 plus les dépôts à terme) à fin décembre 2003, alors qu'il n'était que de 9,5% à fin 1999.

Il s'agit là d'un phénomène monétaire nouveau caractéristique de l'évolution bien positive de la situation monétaire au cours de l'année 2003, faisant émerger l'agrégat avoirs extérieurs nets comme la quasi unique source de création monétaire par le système bancaire.

En effet, la très importante augmentation des réserves officielles de change en 2003 est reflétée par la tendance bien haussière de l'agrégat avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie qui a atteint 2342,7 milliards de dinars à fin décembre 2003 contre 1755,7 milliards de dinars à fin décembre 2002²²³.

L'année 2004 fait ressortir que les avoirs extérieurs nets, qui ont atteint 3018,6 milliards de dinars, ont été la source prépondérante de création monétaire du système bancaire.

L'agrégat avoirs extérieurs très significatif dans la situation monétaire consolidée a atteint 5515,05 milliards de dinars à fin décembre 2006 contre 4179,66 milliards de dinars à fin décembre 2005, date à laquelle les avoirs extérieurs nets ont dépassé les liquidités monétaires et quasi monétaires dans l'économie nationale.

Au cours de l'année 2006, les avoirs extérieurs nets ont excédé d'une manière accrue la masse monétaire au sens de M2, témoignant que les avoirs en devises sont la source de création monétaire en Algérie²²⁴. En effet, les réserves officielles de change détenues par la Banque d'Algérie garantissent totalement la masse monétaire dans l'économie nationale, à mesure que les avoirs intérieurs nets sont devenus négatifs à concurrence de 581,3 milliards de dinars à fin 2006. De plus, à cette date, les avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie excèdent l'agrégat avoirs extérieurs nets consolidé du système bancaire, confirmant le rôle primordial des réserves officielles de change dans le processus de création monétaire en Algérie.

L'agrégat avoirs extérieurs nets dans la situation monétaire consolidée a connu une croissance particulièrement forte en 2007, soit un taux de 34,46%. Cet agrégat est passé à 7415,56 milliards de dinars à fin décembre 2007. Cela confirme le trend bien haussier en la matière, pendant que l'encours de cet agrégat excède de plus en plus l'encours de la masse monétaire au sens de M2.

²²³ Documents de la Banque d'Algérie.

²²⁴ Création monétaire d'origine exogène.

Les avoirs extérieurs nets qui ont enregistré une forte progression en 2008 (38,18), correspondant à un pic historique, s'est établi, en équivalent dinars, à 10885,7 milliards de dinars à fin décembre 2009 contre 10246,96 milliards de dinars à fin décembre 2008. Cette faible progression des avoirs extérieurs nets en 2009, dont une grande partie est due à l'effet du taux de change dinar/dollar, témoigne de l'impact du choc externe sur la situation monétaire en contexte de résilience de la position financière extérieure.

L'analyse des sources de création monétaire en 2010 confirme que les avoirs extérieurs constituent l'élément essentiel dans ce processus et donc dans la formation des épargnes financières des agents économiques non financiers. Ainsi, l'encours des avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie exprimés en dinars, soit 11996,5 milliards de dinars à fin 2010, a été monétisé à hauteur de 72,4%.

Les avoirs extérieurs nets, avec un encours de 15218,17 milliards de dinars à fin décembre 2013 contre 14939,97 milliards de dinars à fin décembre 2012, ont faiblement progressé en 2013 (1,86%) comparativement à l'année précédente (7,31%), en relation avec l'évolution de la position extérieure.

Tableau 16 : Evolution des avoirs extérieurs nets en Algérie, de 1970 à 2014 (en milliards de dinars)

Année	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Avoirs extérieurs nets	1,5	1,5	2,2	4,6	7,1	6,5	9,8	9,1	11,0	12,3

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
16,5	18,8	14,0	11,3	9,3	14,9	9,3	9,1	9,3	6,5	6,5	24,3

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
22,7	19,6	60,4	26,3	134,0	350,3	280,7	169,6	775,9	1310,7	1755,7	2342,7

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
3119,1	4179,6	5515	7415,5	10246,9	10885,7	11996,5	13922,4	14939,9	15225,2	15734,5

Source : Bulletin statistique de la Banque d'Algérie de juin 2012, rapport du conseil national économique et social « regards sur la politique monétaire en Algérie », 26^e session plénière, et document de la Banque d'Algérie : Tendances monétaires et financières au 4^e trimestre de 2013.

1.2.3/ Le crédit intérieur :

Sous l'angle des contreparties de la masse monétaire, l'agrégat crédit à l'économie intervient au second rang en termes d'importance par rapport aux avoirs extérieurs nets. Le crédit intérieur a enregistré une augmentation de 12% en 2002 reflétant une reprise des crédits à l'économie, et une stabilité des crédits nets à l'Etat.

Le crédit intérieur ayant enregistré une diminution de 13,4% au cours de l'année 2004, ce sont les crédits nets à l'Etat qui ont enregistré une baisse de l'ordre de 77% alors que les crédits à l'économie ont, quant à eux, enregistré une croissance de 6%. La situation monétaire consolidée montre que le Trésor public est créancier net du système bancaire depuis fin 2004, vu l'importance du Fonds de régulation des recettes, même s'il a recouru en 2006 aux avances exceptionnelles de la Banque d'Algérie, pour un montant de 627,8 milliards de dinars, pour les remboursements par anticipation de la dette de rééchelonnement. En conséquence, une partie de la dette extérieure de rééchelonnement a été transformée en dette intérieure du Trésor à l'égard de la Banque d'Algérie, sans ponction sur le Fonds de régulation. Ce qui augmente la dette publique intérieure qui est alimentée, par ailleurs, par les rachats de créances bancaires non performantes.

Comparativement à l'année 2005, les créances des banques sur le Trésor se sont accrues de 93,59 milliards de dinars en 2006, principalement au premier semestre, par le biais des rachats de créances bancaires non performantes par le Trésor. Par contre, l'agrégat 'autres crédits' sur l'Etat dans la situation monétaire a enregistré une expansion au second semestre 2006, après une relative stabilisation entre juin 2005 et juin 2006.

Avant les ajustements pour la prise en compte des créances rachetées par le Trésor public en 2005 et 2006, les crédits à l'économie se sont accrus de 12,16% en 2006 contre 15,94% en 2005.

L'agrégat crédits à l'économie (hors rachat de créances non performantes), en tant que deuxième contrepartie de la masse monétaire, s'est accru de 15,22% en 2007 contre 12,16% en 2006, parallèlement à la reprise des rythmes d'expansion de l'agrégat monétaire M2²²⁵.

²²⁵ Banque d'Algérie, « Evolutions économiques et monétaires de l'Algérie », 13 juillet 2008.

La situation consolidée des banques indique une créance nette sur le Trésor public (hors rachat de créances 2006-2007) pour un montant de 628,21 milliards de dinars à fin décembre 2007 contre 780,04 milliards de dinars à fin décembre 2006. La baisse des créances nettes des banques sur le Trésor est due à des remboursements des obligations et, surtout, à l'augmentation des avances du Trésor pour permettre aux banques le financement à long terme des investissements relevant d'une liste de projets identifiés.

La progression des crédits à l'économie en 2009 (20,09%) est à la fois appréciable et en phase avec l'objectif de croissance de 22-23% arrêté par le Conseil de la monnaie et du crédit. En tant que seconde composante de l'agrégat crédit intérieur, les créances sur l'Etat sont restées quasi stables en 2009, témoignant de la résilience du fonds de régulation des recettes.

Contrairement à la situation de plusieurs pays émergents qui ont enregistré une contraction des crédits à l'économie liée à la crise financière internationale, les crédits distribués par les banques opérant en Algérie aux entreprises et ménages, directement ou par le biais de l'investissement en obligations émises par les entreprises, ont augmenté de 15,6% en 2010 (hors rachat de crédits non performants par le Trésor). Cette hausse correspond à une forte croissance des crédits, en termes réels, au cours de l'année 2010, situant l'Algérie dans le groupe de pays émergents à croissance rapide du crédit. Sous l'effet de la forte croissance des crédits à moyen et long terme, la part de ces crédits est montée à 59,9% à fin 2010 contre 57,2 à fin 2009, confirmant la dynamique de financement à long terme de projets d'investissement notamment en syndication bancaire et contribuant ainsi au rallongement des maturités de financement bancaire.

Le fort rythme de croissance des crédits à l'économie (20,21%) émerge comme le principal déterminant de l'expansion monétaire en 2013. Le dynamisme des crédits bancaires à l'économie, soutenu par les mesures de facilitation et de soutien prises par les pouvoirs publics en début d'année, est plus significatif en termes réels en 2013 comparativement à l'année 2012. En effet, l'année 2013 a enregistré un record en matière de croissance des crédits à l'économie en termes réels.

Les crédits bancaires à l'économie ont atteint 5154,24 milliards de dinars à fin décembre 2013 contre 4287,64 milliards de dinars à fin décembre 2012 et 3726,51 milliards de dinars à fin décembre 2011. A fin décembre 2013, les crédits aux entreprises privées atteignent 2366,69 milliards de dinars contre 1940,24 milliards de dinars à fin 2012, de sorte

que les crédits au secteur privé, y compris les ménages (2721,57 milliards de dinars), excèdent l'encours des crédits au secteur public (2432,32 milliards de dinars). En outre, la période sous revue est marquée par une progression aussi bien des crédits au secteur privé (21,12%) que de ceux au secteur public (19,22%), quoique ce dernier ait absorbé plus de financements de long terme.

La situation monétaire indique un amenuisement significatif des créances nettes de l'Etat sur le système bancaire, dû principalement à la contraction des ressources du Fonds de régulation des recettes au cours de l'année 2014. En dépit de cet impact du choc externe, la position financière de l'Etat en tant que créancier net vis-à-vis du système bancaire demeure appréciable, contribuant à la forte croissance de l'agrégat crédit intérieur comparativement à l'année 2013. En conséquence, en situation de très faible progression des avoirs extérieurs nets, le canal crédit émerge comme la source la plus importante d'expansion monétaire au cours de l'année 2014.

En effet, l'année 2014 enregistre un fort rythme de croissance des crédits à l'économie (26,05 %), après ceux élevés enregistrés en 2013 (20,26 %) et 2012 (15,06 %), correspondant à des taux de croissance très élevés en termes réels en 2014 et 2013. Cette tendance haussière témoigne du dynamisme des crédits à l'économie dont l'encours a atteint 6 504,59 milliards de dinars à fin décembre 2014 (6 182,82 milliards de dinars à fin septembre 2014) contre 5760,61 milliards de dinars à fin juin 2014 et 5 156,30 milliards de dinars à fin décembre 2013. La croissance des crédits à l'économie a été plus forte au second semestre 2014.

Tableau 17 : Evolution du crédit intérieur en Algérie de 1970 à 2013, en milliards de dinars

Année	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Crédits intérieurs	12,9	14,4	18,8	23,7	25,6	36,3	46,1	54,5	76,5
Dont : crédit à l'Etat	6,0	6,0	5,2	5,2	3,8	7,3	8,8	14,4	24,9
Dont : crédit à l'économie	6,9	8,4	13,6	18,5	21,8	29,0	37,3	40,1	51,6

1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
86,6	101,5	113,6	149,0	185,7	223,8	251,2	278,0	303,8	339,2	366,6
26,6	33,0	25,1	36,2	52,7	67,7	76,6	101,1	123,2	147,2	157,2
60,0	68,5	88,5	112,8	133,0	156,0	174,6	176,9	180,6	192,0	209,4

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
414,0	484,8	639,2	748,1	774,4	967,2	1057,4	1164,9	1629,4	1998,6
167,0	159	226,9	527,8	468,5	401,6	280,6	423,6	723,2	847,9
247,0	325,8	412,3	220,3	305,9	565,6	776,8	741,3	906,2	1150,7

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1671,2	1648,2	1845,5	1803,6	1514,4	846,6	601,4	12,1	-1011,8
677,5	569,7	578,7	423,4	-20,6	-933,1	-1304,0	-2193,1	-3627,3
993,7	1078,5	1266,8	1380,2	1535,0	1779,7	1905,4	2205,2	2615,5

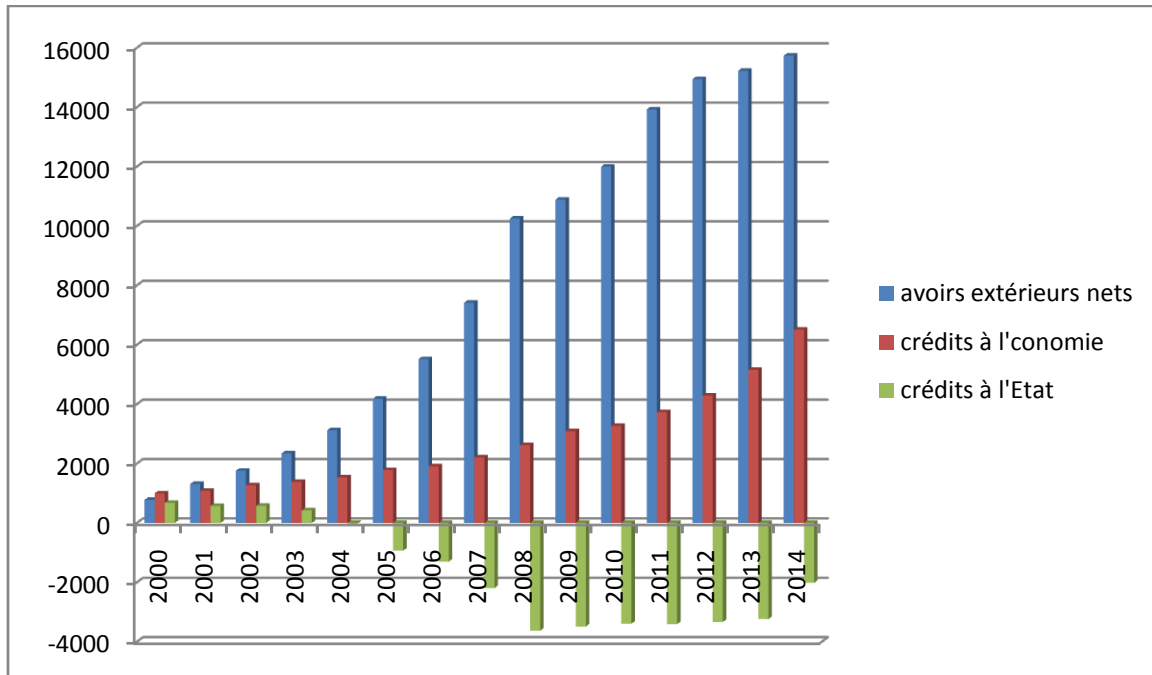
2009	2010	2011	2012	2013	2014
-402,4	-124,8	319,9	953,6	1920,9	4489,4
-3488,9	-3392,9	-3406,6	-3334,0	-3235,2	-2015,2
3086,5	3268,1	3726,5	4287,6	5154,2	6504,6

Source : Bulletin statistique de la Banque d'Algérie de juin 2012, rapport du conseil national économique et social « regards sur la politique monétaire en Algérie », 26^e session plénière, et document de la Banque d'Algérie : Tendances monétaires et financières au 4^e trimestre de 2013.

1.3/ Les indicateurs monétaires

1.3.1/ Contreparties de la masse monétaire

Graphique 21: Contreparties de la masse monétaire en Algérie de 2000 à 2014 (en milliards de dinars à la fin de chaque année)



Source : réalisé par nous-mêmes à partir des données des tableaux 16 et 17.

L'analyse de ce graphique montre que l'agrégat avoirs extérieurs nets est la source principale de création monétaire en Algérie. Les avoirs extérieurs jouent un rôle central dans l'expansion des liquidités monétaires et donc dans la formation des épargnes financières des agents économiques non financiers.

Nous constatons aussi que les crédits nets à l'Etat sont en constante diminution, et révèlent depuis 2004 la position créditrice nette du Trésor à l'égard de la Banque d'Algérie. Ils contribuent ainsi à la baisse constante des avoirs intérieurs. L'Etat n'emprunte plus, que ce soit auprès de la Banque centrale ou de l'extérieur.

Enfin, les crédits à l'économie apparaissent en conséquent comme l'unique composante du crédit intérieur. Ils connaissent une reprise depuis 2001.

1.3.2/ Structure de la masse monétaire en Algérie

L'évolution de la structure de la masse monétaire M2 renseigne sur les comportements des principaux agents économiques, surtout dans la période de reprise de l'expansion des liquidités monétaires et quasi-monétaires. Ainsi, la forte expansion des dépôts des banques, soit 27% en rythme annuel en 2007 contre 19% en 2006, a pour origine plus l'accroissement des dépôts provenant du secteur public que celui provenant du secteur privé. Les flux de dépôts bancaires ont totalisé 921,07 milliards de dinars pour l'année 2007. Pour les dépôts bancaires provenant du secteur public, leur flux est monté à 653,99 milliards de dinars pour l'année 2007. L'importance accrue des dépôts du secteur public dans la structure des épargnes financières est marquée par la tendance haussière des dépôts à vue du secteur des hydrocarbures dans la formation de l'épargne financière. Les dépôts à vue de la principale entreprise de ce secteur ont représenté 21,05% de la masse monétaire M2 à fin 2007, après un trend haussier de ce ratio de 7,73% à fin 2003 à 15,12% à fin 2006. Quand aux dépôts bancaires provenant des entreprises privées et ménages, leur flux s'élève à 245,41 milliards de dinars en 2007, soit un rythme d'accroissement annuel de 14,32% contre 10,27% en 2006, en contexte de croissance soutenue des secteurs hors hydrocarbures. Cependant, l'année 2007 s'est caractérisée par un encours de dépôts du secteur privé et ménages inférieur à celui des dépôts du secteur public, phénomène résultant de la formation accrue des épargnes financières du secteur des hydrocarbures.

En termes de structure de dépôts selon les instruments à fin 2007, les dépôts à vue auprès des banques, du Trésor public et des CCP représentent 62,54% dans le total de dépôts contre 55,84% à fin décembre 2006, confirmant le trend haussier relativement au ratio de 33,89% enregistré à fin 2003. La tendance structurelle haussière des dépôts à vue dans la structure des moyens d'actions des banques est corrélative à l'augmentation importante des dépôts à vue du secteur public en contexte d'excès de liquidités sur le marché monétaires interbancaire.

L'évolution de la structure des dépôts montre le net recul de la part des dépôts à terme en dinars à 32,58% à fin 2007 contre 37,71% à fin 2006 et 59,29 à fin 2003, pendant que les dépôts à terme en dinars des entreprises privées et ménages représentent l'essentiel (79,27% en 2007) des dépôts à terme. Comme élément de l'agrégat quasi monnaie, les dépôts en devises se sont relativement stabilisés, mais avec un fléchissement en 2007.

La masse monétaire M2 a faiblement progressé en 2009. Cette contraction résulte de l'amenuisement des recettes d'exportations d'hydrocarbures (-42,46%). Dès le second semestre 2008, les dépôts du secteur des hydrocarbures ont commencé à enregistrer une baisse significative corrélative à l'effet du choc externe et ce, suite à leur forte augmentation au premier semestre 2008 (16,91%). Les dépôts des entreprises publiques hors hydrocarbures ont faiblement progressé en 2009 (2,35%), alors que les dépôts collectés par les banques auprès des entreprises privées et ménages ont enregistré une expansion de 14,50%.

A fin 2010, l'encours de l'épargne financière des ménages et entreprises privées excède celui des entreprises publiques, y compris celle des hydrocarbures. En conséquence, l'augmentation substantielle des dépôts bancaires (à vue et à terme en dinars) en 2010, 12,5% contre une baisse de 8,2% en 2009, a contribué à consolider davantage la capacité de fonds prêtables des banques, ancrée sur des ressources stables et accrues et une bonne position de liquidité.

En dépit de la forte contraction des dépôts du secteur des hydrocarbures, les dépôts en dinars collectés par les banques ont progressé de 7,90% en 2013 (0,91% au second semestre) contre 6,02% en 2012. L'effet de la contraction au second trimestre a concerné principalement les dépôts à vue du secteur des hydrocarbures (-73,53% au titre du premier semestre), ayant entraîné une diminution de 4,88% des dépôts à vue collectés par les banques au premier semestre 2013. Cependant, ces derniers se sont accrus de 10,85% au cours du second semestre 2013, pour clôturer l'année avec un rythme de croissance de 5,44%. En effet, après une forte contraction au premier semestre, les dépôts du secteur des hydrocarbures ont progressé de 30,57% au second semestre 2013, pour atteindre un encours de 509,61 milliards de dinars en fin de période.

Ce montant représente 79,85% du niveau de fin 2012 et seulement la moitié (49,53%) de l'encours de fin 2011, témoignant de l'amenuisement de la capacité d'autofinancement du secteur des hydrocarbures face au programme d'investissement sectoriel. De plus, les importations de produits pétroliers contribuent à cette tendance baissière.

Quant aux dépôts à vue et à terme en dinars des entreprises publiques (hors secteur des hydrocarbures), ils ont progressé de 11,07% en 2013, principalement au second semestre. Au titre de cette même période, les dépôts à vue et à terme en dinars des entreprises privées et des ménages ont progressé de 9,47%, après une expansion significative enregistrée en 2012

(14,7%). La ventilation de ces dépôts montre que les dépôts à vue et à terme en dinars des entreprises privées auprès des banques ont progressé de 16,54%.

Pour ce qui est des dépôts à vue et à terme en dinars des ménages auprès des banques, avec une part relative de 30,8%, ils ont progressé de 6,16% en 2013 contre 13,8% en 2012, en relation avec l'effet-revenu des ménages. Par ailleurs, leurs dépôts aux CCP et au Trésor, qui représentent l'essentiel de cette catégorie de dépôts, ont poursuivi leur progression au cours de l'année 2013 (10,07%), mais en situation de ralentissement de leur rythme comparativement à la même période de l'année précédente (30,46%). Quant aux dépôts en devises, ils se sont accrus de 12,45% (7,2% en 2012), pour atteindre 68,40% de l'encours des dépôts en devises mobilisées par les banques à fin décembre 2013.

L'agrégat quasi-monnaie s'est accru à un rythme plus élevé (10,78%) que celui de la masse monétaire M2 (8,45%), sous l'effet de l'évolution des dépôts en devises et des dépôts à terme en dinars. Cela représente une nette décélération de l'expansion de la quasi monnaie par rapport à 2012 (19,59%), sous l'effet d'une faible progression des dépôts à terme en situation de net amenuisement de l'excès de l'épargne sur l'investissement.

Tableau 18: Structure de la masse monétaire en Algérie (de 1994 à 2014 en milliards de dinars)

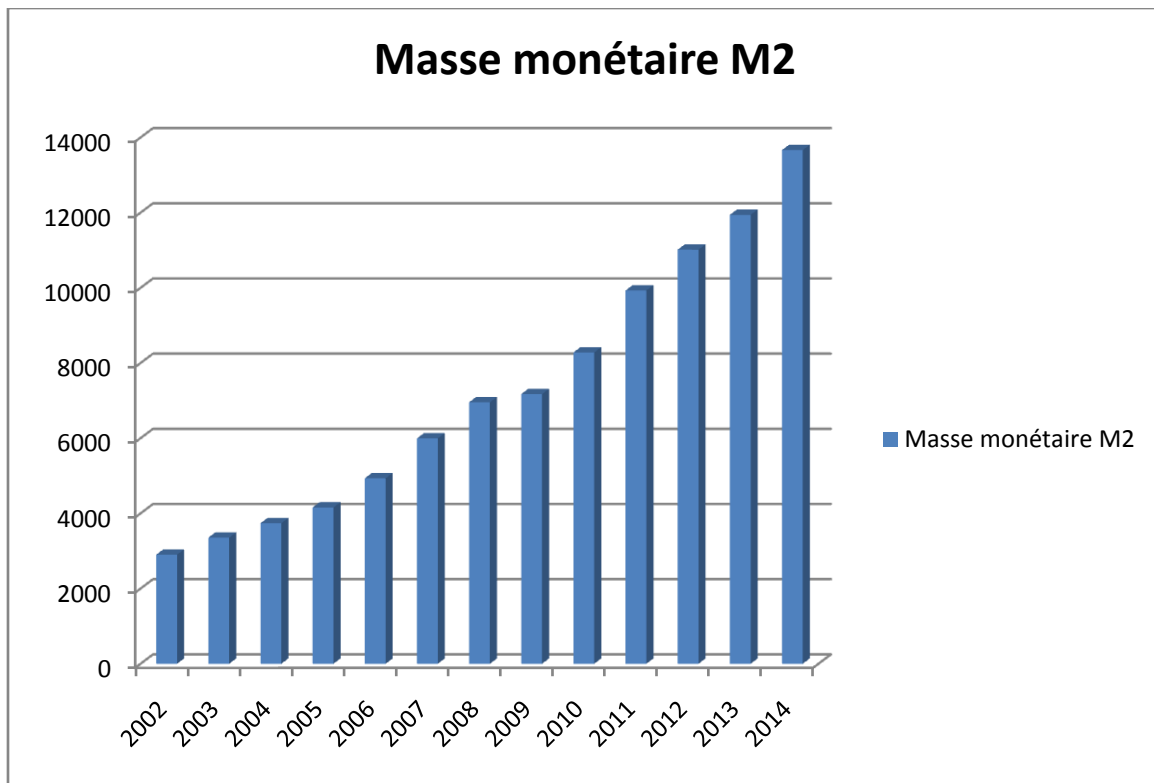
Année	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Monnaie (M1)	475,8	519,1	589,1	671,6	826,4	905,2	1048,2	1238,5
Dont : circulation fiduciaire	223,0	249,8	290,9	337,6	390,4	440,0	484,5	577,2
Dont : dépôts à vue	252,8	269,3	298,2	334,0	436,0	465,2	563,7	661,3
Quasi-monnaie	247,7	280,5	326,0	410,0	766,1	884,2	974,3	1235,0
Monnaie et quasi-monnaie (M2)	723,5	799,6	915,1	1081,5	1592,5	1789,4	2022,5	2473,6

Année	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Monnaie (M1)	1416,3	1630,4	2160,5	2421,4	3167,6	4233,6	4964,9	4944,1
Dont : circulation fiduciaire (hors banques)	664,7	781,3	874,3	921,0	1081,4	1284,5	1539,9	1829,3
Dont : dépôts à vue	751,7	849,0	1286,2	1500,4	2086,2	2949,1	3425	3114,9
-Dépôts à vue dans les banques	642,2	718,9	1127,9	1224,4	1750,4	2570,4	2965,2	2542
-Dépôts au Trésor et CCP	109,4	130,1	158,3	276,0	335,8	378,7	459,8	572,9
Quasi-monnaie	1485,2	1724,0	1577,5	1736,2	1766,1	1761,0	1991,0	2228,9
Monnaie et quasi-monnaie (M2)	2901,5	3354,4	3738,0	4157,6	4933,7	5994,6	6955,9	7173,0

Année	2010	2011	2012	2013	2014
Monnaie (M1)	5756,4	7141,6	7681,5	8249,8	9580,2
Dont : circulation fiduciaire (hors banques)	2098,6	2571,5	2952,3	3204,0	3658,9
Dont : dépôts à vue	3657,8	4570,2	4729,2	5045,8	5921,3
-Dépôts à vue dans les banques	2922,4	3536,2	3380,2	3564,5	4460,9
-Dépôts au Trésor et CCP	735,4	1034	1349	1481,3	1460,4
Quasi-monnaie	2524,3	2787,5	3333,6	3691,7	4083,7
Monnaie et quasi-monnaie (M2)	8280,7	9929,1	11015,1	11941,5	13663,9

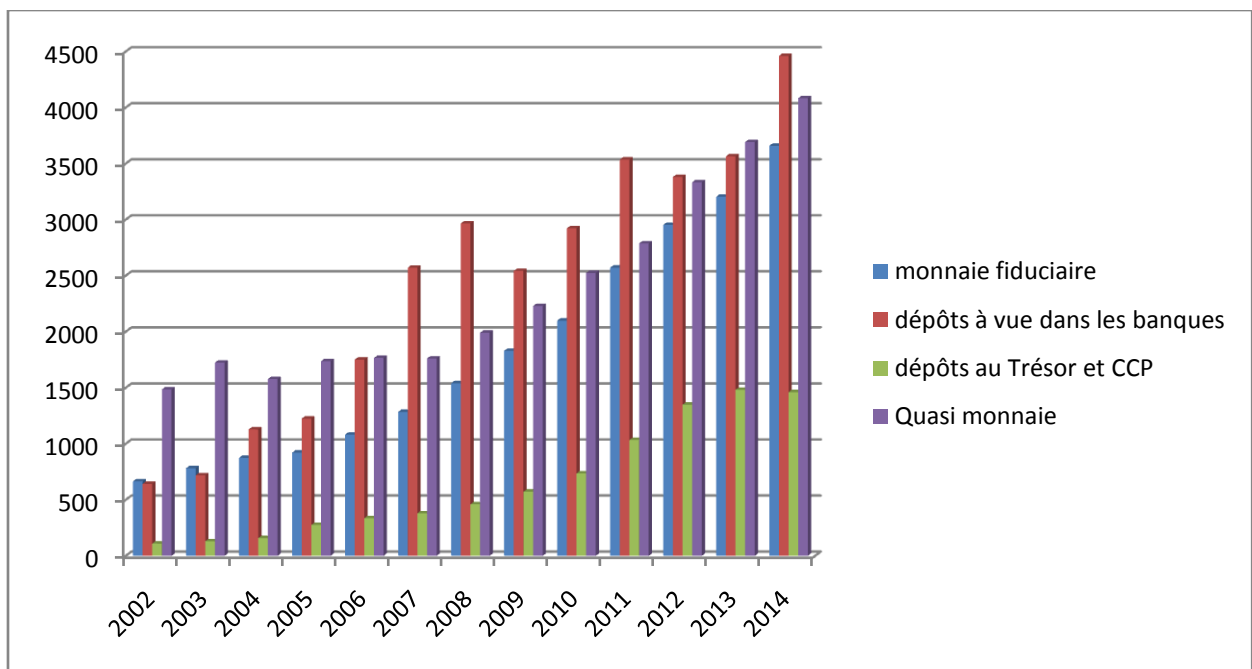
Source : Bulletin statistique de la Banque d'Algérie de juin 2012, rapport du conseil national économique et social « regards sur la politique monétaire en Algérie », 26^e session plénière, et document de la Banque d'Algérie : Tendances monétaires et financières au 4^e trimestre de 2013.

Graphique 22: Evolution de la masse monétaire M2 en Algérie (de 2002 à 2013)



Source : réalisé par nous-mêmes à partir des données du tableau 15.

Graphique 23: Structure de la masse monétaire M2 en Algérie (de 2002 à 2014)



Source : réalisé par nous-mêmes à partir des données du tableau 18.

A la fin de cette analyse, nous pouvons confirmer que les avoirs extérieurs constituent l'élément essentiel dans le processus de création monétaire en Algérie.

Aussi, l'augmentation substantielle des dépôts bancaires a contribué à consolider la capacité de fonds prêtables des banques, ce qui a induit à une activité moins dynamique sur le marché monétaire interbancaire.

Dans ce contexte d'excès de liquidité structurel, nous allons essayer dans la prochaine section, d'expliquer la politique monétaire conduite par la Banque d'Algérie afin de contenir les pressions inflationnistes et donc asseoir la stabilité monétaire.

Section 2 : La conduite de la politique monétaire en Algérie

La politique monétaire dispose d'une large panoplie d'instruments. Certains sont qualifiés d'instruments directs, car procédant d'un contrôle administratif direct ; d'autres sont qualifiés d'instruments indirects, car procédant des mécanismes de marché.

Le choix entre les instruments directs notamment, l'encadrement du crédit, le contrôle des taux d'intérêt et le contrôle des changes, et les instruments indirects : tels que le réescompte, les réserves obligatoires et l'open market dépend des caractéristiques de l'économie et plus particulièrement, de celles du système financier dans lequel la politique monétaire doit opérer. En plus, lorsque l'instrument est trop éloigné de l'objectif, l'on fait intervenir des objectifs intermédiaires, voir opérationnels.

Sur la base de l'expérience des années 1990 en matière de réforme monétaire en contexte d'ajustement structurel, l'ordonnance n° 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit a renforcé les règles de bonne conduite en matière de formulation et de conduite de la politique monétaire.

Les prérogatives du Conseil de la monnaie et du crédit, en tant qu'autorité monétaire en charge de la formulation de la politique monétaire, sont définies clairement dans le nouveau cadre légal relatif à la monnaie et au crédit. Ce cadre légal précise également les responsabilités de la Banque d'Algérie en matière de conduite de la politique monétaire.

Le Conseil de la monnaie et du crédit est investi, en vertu de l'article 62 de l'ordonnance relative à la monnaie et au crédit, des pouvoirs dans les domaines de la définition, des règles de conduite, du suivi et de l'évaluation de la politique monétaire. Sur la base de projections monétaires établies par la Banque d'Algérie, le Conseil fixe les objectifs monétaires, notamment en matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédit et arrête l'instrumentation monétaire. Il établit les règles de prudence applicables aux opérations sur le marché monétaire. Il s'assure également de la bonne diffusion de l'information sur la place afin d'éviter les risques de défaillance.

En matière d'objectifs de la politique monétaire et d'instruments de sa conduite, la Banque d'Algérie présente au Conseil de la monnaie et du crédit, au début de chaque année, les prévisions de l'évolution des agrégats de monnaie et du crédit. La Banque d'Algérie propose également les instruments de politique monétaire de nature à assurer l'objectif assigné aux variables intermédiaires et à atteindre l'objectif ultime de la politique monétaire.

La programmation monétaire annuelle est effectuée sur la base des projections de la balance des paiements à moyen terme, des projections des finances publiques et des opérations du Trésor public ainsi que de l'objectif du taux de change effectif nominal. Les prévisions de l'évolution des agrégats réels et de leurs déflateurs sont utilisés pour l'estimation du ratio de liquidité.

2.1/ Conduite de la politique monétaire durant la période 1962-1989

Durant cette longue période, on distingue entre deux sous-périodes :

2.1.1/ La sous période 1962 – 1970 :

Cette sous période est caractérisée par la récupération du pouvoir monétaire, l'algérianisation du système bancaire et l'introduction de la planification.

Les objectifs de la politique monétaire sont contenus dans l'alinéa premier de l'article 36 des statuts qui définit les missions de la Banque Centrale d'Algérie comme suit :

« La Banque Centrale a pour mission de créer et de maintenir dans le domaine de la monnaie, du crédit et des changes les conditions les plus favorables à un développement ordonné de l'économie nationale, en promouvant la mise en œuvre de toutes les ressources productives du pays, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie ».

Ainsi, la Banque Centrale doit contribuer au développement ordonné de l'économie nationale, en matière de monnaie, du crédit et des changes, à travers la réalisation de ces deux objectifs :

- Le plein emploi des facteurs de production ;
- La stabilité des prix et du taux de change.

Les instruments de la politique monétaire prévus dans les statuts sont de type indirect et consistent principalement dans :

- Le réescompte et la prise en pension des effets privés et publics (articles 43, 44, 45 et 47) ;
- Des avances gagées sur l'or ou devises étrangères (article 48) ;
- L'open market : c'est-à-dire l'intervention sur le marché monétaire interbancaire dans le but de réguler la liquidité des banques en leur achetant ou en leur vendant des effets publics ou privés (article 51).

Concernant le degré d'autonomie, la Banque Centrale d'Algérie n'était pas libre dans la conduite de la politique monétaire puisque l'alinéa 2 de l'article 36 dispose que cette dernière « ...est chargée de réguler la circulation monétaire, de diriger et de contrôler par tous les moyens appropriés la distribution du crédit, dans le cadre de la politique définie par les pouvoirs publics ».

Les pouvoirs publics avaient mis à contribution la Banque Centrale d'Algérie pour assurer le financement du secteur socialiste : le secteur agricole autogéré ainsi que l'exploitation des entreprises industrielles autogérées, et ils autorisaient le financement du déficit budgétaire avec ses conséquences inflationnistes inévitables.

Le rôle et le statut de la Banque Centrale, des banques commerciales, de la monnaie, du crédit et de la politique monétaire ont été remis en cause, et la planification impérative a été définitivement adoptée en 1970.

2.1.2/ La sous période 1970-1989 :

La politique monétaire constitue un des éléments de la planification financière durant la période dirigée de l'économie caractérisée par : deux plans quadriennaux 1970-1973 et 1974-1977, une période intermédiaire 1978-1979 et deux plans quinquennaux 1980-1984 et 1985-1989.

Le rôle de la Banque centrale dans la mise en œuvre de la politique monétaire consistait à réguler l'offre de monnaie centrale par rapport à la demande de cette même monnaie.

En effet, en matière de financement des investissements planifiés du secteur public productif, une fois le projet est individualisé, son schéma de financement établi et l'autorisation de financement accordée, il ne reste que la signature de la convention de crédit entre l'entreprise en charge du projet et la banque domiciliataire pour démarrer l'exécution et engager les dépenses : c'est la phase de réalisation et de contrôle. La monnaie, dans le circuit des entreprises publiques, sert à transcrire en valeur les flux physiques planifiés, le contrôle consiste à s'assurer de l'adéquation des flux monétaires aux flux réels dans le circuit des entreprises publiques.

L'ajustement de la Banque Centrale à la demande de monnaie est effectué par le moyen de crédits aux banques commerciales et les avances au Trésor public.

Concernant les crédits accordés aux banques commerciales, leur reconstitution se réalise principalement par le réescompte des effets représentatifs de crédit à court et à moyen terme, mais également par le recours au marché monétaire.

Le refinancement par le biais de réescompte était destiné à assurer la liquidité bancaire. Mais, en raison de l'augmentation progressive de la part relative des crédits à long terme, au détriment des crédits à moyen terme, dans la structure du financement des investissements planifiés, le volume du réescompte des effets représentatifs de crédit à moyen terme va diminuer en conséquence.

L'étroitesse et l'absence de souplesse sur le marché monétaire ne permettait pas aux banques de couvrir leurs besoins en liquidité. Pour faire face à cette situation, la Banque Centrale a permis aux banques commerciales d'accéder à de nouvelles sources de financement, en leur accordant des avances sans limites et en absence de tout contrôle.

Concernant les concours de la Banque Centrale au Trésor Public durant la période 1970/1989, ils ont connus deux phases :

- La première phase de 1970 à 1981 : Durant cette période, les avances étaient modérées, avec une évolution sans exagération.
- La deuxième phase de 1982 à 1989 : Cette période a enregistré des avances importantes. Cette évolution est le résultat de la politique budgétaire et du déficit budgétaire provoqué par l'expansion des dépenses de l'Etat, des fonds attribués par le Trésor dans le cadre de la restructuration financière des entreprises publiques et de l'apurement des créances impayées de ces entreprises.

Ce mode et pratique de financement de l'économie algérienne durant cette période de la gestion financière planifiée a engendré une situation inflationniste où l'utilisation de la monnaie centrale a été très importante.

La période de la planification était caractérisée aussi par une stabilité des taux d'intérêt créditeurs et débiteurs avec un niveau très bas. La gestion des taux d'intérêt entre dans une logique de financement qui consiste à mettre à la disposition des entreprises, en particulier les entreprises publiques, des financements à moindre coûts.

En conséquence, cette politique monétaire a retiré au taux d'intérêt l'essentiel de ses fonctions économiques traditionnelles, principalement, celles relatives à une allocation optimale des ressources et celle du canal de transmission de la politique monétaire avec ses effets sur le comportement des agents économiques. La politique suivie par la Banque Centrale algérienne a été à l'origine du manque de discipline financière rigoureuse de la part des entreprises publiques algériennes et d'un gaspillage très important des ressources financières mises à la disposition de ces entreprises d'où nécessité de prise de mesures adéquates d'assainissement de l'économie et du système bancaire.

Enfin, la loi sur l'autonomie des entreprises publiques, de janvier 1988, a conféré aux banques une certaine autonomie tout en les soumettant aux principes de rentabilité et de commercialité.

Tableau 19 : Structure des taux d'intérêt (1980-1989)

Année	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taux de réescompte	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	5,00	5,00	5,00	7,00
Taux d'intérêt débiteur	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	7,50	7,50	7,50	7,50

Source : Rapport du conseil national économique et social sur la politique monétaire.

Tableau 20: Evolution du taux d'inflation en % (1980-1989)

Année	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taux d'inflation	9,54	14,59	6,69	6,00	8,11	10,47	12,32	7,45	5,91	9,31

Source : Rapport du conseil national économique et social sur la politique monétaire.

2.2/ Conduite de la politique monétaire en Algérie de 1990 à 2000

Cette période a vu l'avènement de la loi 90-10 qui a marqué d'une manière décisive, dans le domaine monétaire et bancaire, le processus de transition de l'économie algérienne vers une économie de marché. Cette loi visait aussi bien l'autonomie de la Banque centrale et sa libération de la gestion administrative de l'Etat et du Trésor public, mais également l'autonomie de la banque en matière de décisions de crédit et ce, dans ses relations de financement avec les entreprises publiques.

Le cadre réglementaire d'expression de la politique monétaire ainsi que son sentier d'évolution sont tracés dans cette loi. Désormais, le rôle de la politique monétaire est activé. En effet, la loi institue les organes, les instruments et les mécanismes indispensables à la construction de la régulation monétaire.

Le premier organe est le Conseil de la Monnaie et du Crédit (CMC). Comme le précise la loi : « le Conseil de la Monnaie et du Crédit est investi de pouvoirs en tant qu'autorité monétaire qu'il exerce en édictant des règlements bancaires et financiers »²²⁶. Cet organe conçoit, formule et arrête les objectifs et les instruments de la politique monétaire et de crédit que les structures techniques de la Banque Centrale mettent en œuvre.

Le deuxième organe est la Banque d'Algérie. Comme organe exécutif, elle est chargée de régler la circulation monétaire, de diriger et de contrôler, par tous les moyens appropriés, la distribution du crédit.

La loi oblige le gouvernement à consulter la Banque Centrale sur tout projet de loi ou de règlement touchant aux finances ou à la monnaie. En retour, la Banque Centrale peut proposer au Gouvernement toute mesure de nature à exercer une action favorable sur la balance des paiements, les prix, les finances publiques etc.

L'alinéa premier de l'Article 55 de la loi 90-10 stipule ce qui suit : «La Banque Centrale a pour mission de créer et de maintenir dans le domaine de la monnaie, du crédit et des changes les conditions les plus favorables à un développement ordonné de l'économie nationale, en promouvant la mise en œuvre de toutes les ressources productives du pays, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie ».

De cette mission, on peut comprendre que les objectifs assignés à la politique monétaire par la loi 90-10 sont les suivants :

- Le développement ordonné de l'économie nationale ;
- La mise en œuvre de toutes les ressources productives qui correspondrait à l'objectif de plein emploi ;
- La stabilité de la valeur interne et externe de la monnaie qui correspondrait à la stabilité des prix et du taux de change.

²²⁶ Article 44 de la loi 90-10.

Ces deux derniers objectifs finals, souvent concurrentiels, peuvent être hiérarchisés dans le temps en fonction de la conjoncture et des objectifs de la politique économique globale.

Le contexte dans lequel la Banque Centrale devait exercer cette mission était caractérisé par :

- Une situation difficile des entreprises publiques caractérisée par une grave déstructuration financière, organisationnelle et technologique ;
- Une dette publique intérieure importante auprès du secteur bancaire ;
- Une illiquidité structurelle dont souffrait le système bancaire ;
- Hausse du volume de la monnaie circulant hors du système bancaire ;
- Les portefeuilles des banques étaient constitués, principalement, de créances non performantes sur des entreprises publiques.

La période 1990-1993 est caractérisée par une stagflation. En effet, il y a d'un côté l'inflation et le chômage qui augmentent et de l'autre, la croissance économique qui régresse. L'inflation est alimentée par un déficit budgétaire accru accompagné d'une croissance excessive de la masse monétaire M2.

Dans ce contexte, la politique monétaire ne pouvait être qu'accommodante pour éviter le risque de mettre le système bancaire en situation d'insolvabilité.

Pour que la Banque Centrale exerce ses prérogatives en matière monétaire telles que définies par la loi 90-10, il fallait au préalable qu'un certain nombre de conditions soient réunies. Entre autres, l'Etat devait procéder à l'assainissement budgétaire car la politique budgétaire doit être coordonnée avec la politique monétaire. En plus, l'Etat devrait redresser la situation des entreprises publiques en procédant à leur assainissement financier pour les rendre éligibles aux crédits bancaires et prêtes à affronter la concurrence.

Le seul objectif qui pouvait avoir une certaine viabilité était de s'efforcer de contenir la dérive monétaire en contenant l'emballlement des crédits à l'économie : **Fixation des normes de croissance de la masse monétaire et du crédit intérieur**

Les autorités monétaires algériennes ont voulu ramener à partir de 1990, la croissance de la masse monétaire à un niveau compatible avec celui du produit intérieur brut.

Pour y parvenir, elles ont adopté la technique de « monetary targeting » ou politique de normes de croissance des agrégats monétaires. Cette politique consiste à fixer un taux de croissance de la masse monétaire et du crédit intérieur et essayer de l'atteindre. (La limitation du taux de croissance de la masse monétaire à 5% à la fin de 1991 et la réduction des flux des crédits à l'économie à 28,5 milliards de dinars).

Les instruments prévus par la loi 90-10 sont les instruments classiques de la politique monétaire qui sont :

- Le réescompte d'effets publics et privés ;
- L'open market : vente et achat d'effets publics et privés ;
- La prise en pension d'effets publics et privés ;
- La réserve obligatoire.

La loi 90-10 disposait dans son article 93 ce qui suit :

« La Banque Centrale peut exiger que les banques placent auprès d'elle, en compte bloqué, avec ou sans intérêt une réserve calculée, soit sur l'ensemble des dépôts, soit sur une catégorie de ceux-ci, soit sur l'ensemble de leurs placements, soit sur une catégorie de ceux-ci, tant en monnaie nationale qu'en monnaie étrangère. Cette réserve est dénommée réserve obligatoire. Le taux de réserve obligatoire ne peut dépasser, en principe, 28% des montants servant à la base de calcul. Cependant, la Banque Centrale peut fixer un taux supérieur en cas de nécessité dûment justifiée...

Tout manque dans la réserve obligatoire d'une banque la soumet d'office à une astreinte journalière égale à un pour cent (1%) de ce manque ; cette astreinte est perçue par la Banque Centrale. L'astreinte peut faire l'objet d'un recours conformément à l'article 50 ».

L'instrumentation qui s'imposait ne pouvait être qu'une instrumentation directe. Or l'encadrement du crédit, institué depuis 1987/1988 en référence à la loi bancaire de 1986, a été supprimé après la promulgation de la loi 90-10.

Les taux d'intérêt ne pouvaient jouer réellement leur rôle dans l'allocation des ressources vu la situation économique globale, particulièrement celle des entreprises publiques, et le niveau élevé d'inflation les rendant négatifs en termes réels.

Durant les années qui précédèrent les années 1990, les taux d'intérêt étaient administrés du moment où les conditions de banque étaient déterminées par le Ministère des

Finances et du plan, ce qui revient à dire qu'il n'y avait pas de concurrence entre banques. Avec la nouvelle réforme monétaire qui vise à mettre en place les mécanismes de marché, il s'avère incontournable que les taux d'intérêt soient déterminés par la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché des capitaux. Cette nécessité trouve sa justification dans ce qui suit :

- Encouragement de la collecte de l'épargne (en établissant des taux d'intérêt positifs) ;
- Allocation optimale des ressources dans la mesure où le taux d'intérêt est l'un des déterminants du comportement des entreprises ;
- Raviver la compétition entre banques et développer ainsi l'intermédiation financière ;
- Indexation des conditions de banque sur leur coût de refinancement auprès de l'institut d'émission pour que la manipulation des taux directeurs de ce dernier puisse agir sur les taux appliqués par les banques à leur clientèle.

Ainsi, un processus graduel de déréglementation des taux d'intérêt a été mené dès le début des années 1990.

Les décisions en matière de gestion des taux d'intérêt ont pour objectif d'augmenter la part de la quasi monnaie dans la masse monétaire qui résulte de la transformation des dépôts à vue en dépôts à terme.

En effet, si les taux d'intérêt créditeurs furent libéralisés depuis 1990, ce n'est pas le cas des taux débiteurs qui étaient plafonnés depuis cette date à 20%. De même le taux d'intérêt du marché monétaire interbancaire a été plafonné à 18%. Quant au taux de réescompte, il fut porté à 7% en 1989 à 10,5% en 1990 et à 11,5% à partir du 01/10/1991 ; il demeura à ce niveau jusqu'au 09/04/1994, c'est-à-dire jusqu'à la veille du démarrage du programme de stabilisation.

Le principal instrument qui restait entre les mains de la Banque centrale est le réescompte.

Les tentatives d'accélération du processus de transition initiées en 1991, notamment par le programme d'assainissement financier et de restructuration industrielle des entreprises publiques, appuyé par l'accord de confirmation (06/1991-05/1992) avec le FMI n'ont eu aucun résultat palpable sinon d'aggraver davantage la situation.

Au total, la situation économique à fin 1993 se présentait comme suit²²⁷ :

- La poursuite de la régression économique (-2,1%) ;
- La hausse du taux de chômage (+ de 27%) ;
- La croissance rapide de la masse monétaire (+ de 21%) ;
- L'accentuation des tentions inflationnistes (+ de 20%) ;
- L'aggravation du déficit budgétaire (-8,7% du PIB) ;
- La détérioration accrue de la balance des paiements, accentuée par la fermeture de l'accès de l'Algérie aux marchés financiers internationaux, avec :
- La chute des réserves de change qui ne couvraient plus que six à sept semaines d'importations,
- Un service de la dette extérieure qui a atteint plus de 82%.

Eu égard à cette situation, le recours au rééchelonnement de la dette extérieure (publique et privée) s'imposa. Il ne pouvait cependant être obtenu sans le soutien des institutions de Bretton Woods, ce qui s'est concrétisé par un double programme de stabilisation, d'abord et d'ajustement structurel, ensuite.

C'est avec l'application du programme de stabilisation macroéconomique (10/04/1994 – 31/03/1995) puis du programme d'ajustement structurel (04/1995 – 04/1998) que la politique monétaire, digne de ce nom : c'est-à-dire avec ses objectifs et ses instruments, a été mise à contribution ; mais elle ne l'a pas été de manière autonome. En fait, elle a été intégrée dans un package d'ensemble aux côtés de la politique budgétaire, de la politique de change et autres mesures telles que le rééchelonnement de la dette extérieure, la libéralisation des importations...etc.

En date du 09/04/1994, le Gouverneur de la Banque d'Algérie signe l'instruction n° 16-94 relative aux instruments de la politique monétaire et au refinancement des banques. C'est la première fois, depuis 1990, qu'un texte réglementaire explicite a été consacré à la politique monétaire et contenant à la fois ses objectifs et ses instruments.

Dans le paragraphe 5 de cette instruction, on lit ce qui suit : « L'objectif principal de la politique monétaire est, de facto, la maîtrise du rythme d'inflation au moyen notamment d'un contrôle prudent de l'expansion monétaire et du crédit relativement à l'objectif d'inflation et

²²⁷ ILMANE Mohamed-Cherif, « Efficacité de la politique monétaire en Algérie : (1990-2006). Une appréciation critique, Octobre 2007.

de croissance. A cette fin, un plafond de croissance des avoirs intérieurs nets du système bancaire²²⁸ et un plafond de croissance des avoirs intérieurs nets de la Banque d'Algérie²²⁹ sont mis en place ».

Ainsi, l'objectif final est la maîtrise d'inflation.

Pour atteindre l'objectif final, un double objectif intermédiaire est mis en avant à savoir la limitation de la croissance de la masse monétaire et celle du crédit. Afin d'atteindre ce double objectif intermédiaire, un double objectif opérationnel a été défini : plafonnement de la croissance des avoirs intérieurs de la Banque Centrale et ceux des banques.

On peut regrouper les différents instruments cités par cette instruction comme suit :

- **Les taux d'intérêt :**

Les taux d'intérêt ne jouaient pas réellement leur rôle dans l'allocation des ressources vu la situation économique globale et le niveau élevé d'inflation les rendant négatifs en termes réels. Les taux d'intérêt créditeurs étaient libres depuis 1990, par contre les taux débiteurs étaient plafonnés depuis cette date à 20%. Le taux d'intérêt du marché monétaire interbancaire a été plafonné à 18%.

La première décision était de supprimer ces plafonds.

En ce qui concerne la Banque d'Algérie, elle a mis des taux pour encadrer les taux bancaires et orienter son intervention :

- Relèvement du taux de réescompte de 11,5% à 15% ;
- La fixation du taux pivot de son intervention sur le marché monétaire à 20% ;
- La fixation du taux sur avances aux banques en comptes courants à 24% ;

- **Les instruments semi-directs :**

- Plafonnement du réescompte globalement et par banque ;
- Introduction de la technique d'appel d'offres dite d'adjudication de crédits (à partir de juin 1995).

- **Les instruments directs :**

La réserve obligatoire²³⁰ et l'open market.

²²⁸ Les avoirs intérieurs pour les banques sont les crédits à l'économie et à l'Etat.

²²⁹ Les avoirs intérieurs pour la BC sont les crédits à l'Etat et aux banques.

Ces deux instruments ne pouvaient être réellement fonctionnels. Comme le système bancaire était illiquide, exiger de lui la constitution de réserves c'est alourdir d'autant son illiquidité. Pour réduire cette charge, il était prévu de rémunérer par la Banque Centrale ces réserves au taux de 11,5%. Finalement, cet instrument n'a pas été activé avant 2001, lorsque la situation de la liquidité bancaire le permettait.

Pour ce qui concerne l'open market²³¹, le marché monétaire n'est pas alimenté en titres publics négociables. Les adjudications des bons du Trésor s'effectuent généralement de gré à gré, sur le marché primaire auquel la Banque Centrale n'a pas accès.

Les résultats obtenus grâce à la mise en œuvre de ces instruments sont les suivants :

- Le taux de croissance de la masse monétaire M2 devait passer de 21,5% à fin 1993 à 15% à fin 1994 et à 13,3% à fin 1995. Dans les faits, ce taux a été de 15,4% et de 10,5% à fin 1994 et à fin 1995, respectivement ;
- Le taux d'inflation (Indice des prix à la consommation du Grand Alger) devait passer de 20,5% à fin 1993 à 38,7% à fin 1994 et 22,2% à fin 1995. Dans la pratique, il était de 29% et de 29,8%, respectivement à fin 1994 et à fin 1995.
- Le taux de croissance du produit intérieur brut, il devait passer de -2,2% en 1993 à 3% en 1994 et à 6,2% en 1995. Dans la réalité, il était de -0,9% et de 3,9% respectivement à fin 1994 et à fin 1995.

On peut estimer que grâce à la combinaison des deux politiques, budgétaire et monétaire, l'inflation a été stabilisée même en deçà de ce qui était anticipé. Quant à la croissance économique, bien qu'elle se soit redressée, demeurait bien en deçà de ce qui était projeté.

La nécessité de consolider les résultats positifs du programme de stabilisation, tout en favorisant l'émergence de conditions de relance de la croissance économique, et la nécessité de poursuivre le processus de transition impliquèrent l'application d'un programme d'ajustement structurel.

²³⁰ Le système des réserves obligatoires consiste à obliger les banques de second rang à déposer à la BC des réserves en monnaie banque centrale, non rémunérées, en fonction des dépôts. Il s'agit de créer artificiellement une fuite en monnaie banque centrale pour limiter les possibilités de création monétaire.

²³¹ Il concerne l'intervention de la banque centrale sur le marché monétaire afin de détruire la monnaie ou bien accroître cette dernière selon la situation économique du pays. Cela se fait par l'achat ou la vente de valeurs financières gouvernementales comme par exemple les bons du Trésor. Cet instrument est très utilisé dans les économies de marché par contre négligé ou bien absent dans les pays en voie de développement où le marché monétaire est très étroit.

Pour la période du programme d'ajustement structurel²³² (PAS allant du 01/04/95 au 31/03/98) et avec la mise en œuvre des différents accords avec la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International, la politique économique dont la politique monétaire va abandonner le gradualisme des réformes et opter délibérément pour une thérapie de choc. La loi sur la monnaie et le crédit a aussi été confrontée par la promulgation d'autres lois de réforme telles que la loi des finances 1994 et sa loi complémentaire comportant l'ouverture des entreprises publiques économiques aux capitaux privés nationaux ou étrangers tout en abrogeant le plafond du pourcentage majoritaire de l'Etat à 51% du capital antérieurement appliqué.

Comme pendant la période de la contrainte extérieure, une évolution a été relevée dans la conduite de la politique monétaire. Elle s'est manifestée par une certaine libéralisation qui concerne le crédit bancaire et le marché monétaire.

Le principal objectif confié à la politique monétaire durant la période du programme d'ajustement structurel demeure la lutte contre l'inflation. Il s'agissait de réduire son rythme à un niveau acceptable, soutenable et maîtrisable : c'est-à-dire un taux à un chiffre comparable à ceux des principaux pays partenaires de l'Algérie.

Les instruments mis en œuvre pour l'atteinte de cet objectif sont les suivants :

- Poursuivre l'élargissement du marché monétaire par l'introduction de la technique d'adjudication des bons du Trésor ;
- Mettre en place l'open market ;
- Améliorer la technique d'adjudication de crédits ;
- Promouvoir la flexibilité des taux d'intérêt par la déréglementation de la marge bancaire, ce qui implique la libéralisation des taux débiteurs, dans l'objectif de parvenir à des taux d'intérêt réels positifs.
- Poursuivre la réalisation de l'objectif intermédiaire consistant dans la limitation de la croissance de la masse monétaire (M2) à l'aide de l'instrument opérationnel que peut contrôler suffisamment la Banque Centrale, à savoir ses actifs internes.

²³² C'est un programme à moyen terme venant à la suite du programme de stabilisation, il couvre une période de trois années allant du 01/04/95 au 31/03/98. Il visait la préservation et le renforcement des résultats du programme de stabilisation, la relance de la croissance économique et la poursuite et l'approfondissement des réformes structurelles.

Suite à l'application de ces instruments, les taux d'intérêt sont devenus largement positifs en termes réels et le taux d'inflation a connu une chute libre en passant de près de 30% en 1995 à 18,6% en 1996 et seulement 5,7% à fin 97. Il s'agit du résultat le plus significatif obtenu par la politique monétaire.

Dans le contexte de dépréciation du taux de change entre 1994 et 1996, le taux d'accroissement de la masse monétaire M2 est nettement moindre que celui du produit intérieur brut (PIB). Cette situation se traduit par une faible hausse du taux de liquidité de l'économie M2/PIB qui passe de 56% en 1993 à 36% en 1996. Donc cette politique monétaire a pour effet d'assécher la liquidité.

Dans un contexte de stabilisation du taux de change, la période de 1997 à 1998, la tendance est inversée. Le taux d'accroissement de M2 a augmenté plus vite que celui du PIB. Le taux de liquidité de l'économie a atteint 46% en 1998.

Tableau 21 : Structure des taux d'intérêt (1990-2000)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Taux de réescompte	9,33	11,25	11,5	11,5	14,13	14,58	13,58	12,25	9,63	9,17	6
Taux d'intérêt débiteur	16,88	17,5	17,5	17,5	20,13	20,42	18,58	16,25	9,53	9,38	8,5-11,5

Source : Rapport du conseil national économique et social sur la politique monétaire.

Tableau 22 : Evolution des taux créditeurs des banques (%)

Année	Du 10-1991 au 04-1994	A partir de 04-1994	A partir de 12-1995	A partir de 12-1996	A partir de 12-1997	A partir de 12-1998	A partir de 12-1999
Taux créditeurs des banques	12,0-16,00	16,5-18,0	16,5-18,0	16,5-18,0	8,5-12,0	8,5-12,0	8,5-10,0

Source : Banque d'Algérie

Tableau 23 : Evolution des taux d'inflation en Algérie de 1990 à 2000 (en %)

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Taux d'inflation	17,87	25,89	31,67	20,54	29,05	29,78	18,69	5,73	4,95	2,64	0,34

Source : Rapport du conseil national économique et social sur la politique monétaire.

Le ralentissement de l'inflation à partir de 1996 a permis aux taux d'intérêt réels de devenir positifs.

Nous pouvons constater aussi que le réescompte coûtait moins cher aux banques que la rémunération servie au titre des dépôts et ce avant décembre 1997. En conséquence, les banques commerciales n'étaient nullement intéressées par l'épargne du public. Ce n'est qu'à partir de décembre 1997 que la tendance s'est inversée avec un taux de réescompte de 11% supérieur aux taux créditeurs des banques qui étaient compris entre 8,5% et 12%.

Les autres résultats obtenus suite à l'application des politiques économiques à court et moyen terme durant la période du programme d'ajustement structurel sont les suivant :

- Le taux de croissance du PIB réel qui devait atteindre 5% en 1996 et 1997 n'a été que de 3,8% et seulement de 1,2% pour les deux années respectivement ;
- Le taux de chômage qui devait se stabiliser à 23% et 22% en 1996 et 1997 s'était aggravé en s'élevant à 28% et à 28,3% pour les deux années respectivement.
- Le solde budgétaire est devenu positif et s'éleva à 3% et 2,4% du PIB en 1996 et en 1997, respectivement ;
- La balance courante qui devait rester déficitaire a été finalement excédentaire avec un solde de 2,7% et 7,3% du PIB réel en 1996 et 1997, respectivement ;
- Les réserves de change ont atteint 4,2 et 8 milliards \$US pour les deux années 1996 et 1997.

Comme on l'a vu, entre 1994 et 1995, l'inflation a été stabilisée à un niveau élevé variant entre 29 à 30%. Cette stabilisation a été accompagnée d'une forte baisse du taux de croissance de la masse monétaire M2 en passant de 21,5% en 1993 à 10% en 1995.

On peut donc dire que la stabilisation de l'inflation est liée à une politique monétaire restrictive. Mais ce résultat a été obtenu grâce à une politique budgétaire prudente, qui a fait baisser le déficit budgétaire.

Pendant les trois années du programme d'ajustement structurel, on constate une forte baisse des taux d'inflation en passant de près de 30% en 1995 à 5% à fin 1998 et ce, malgré le relâchement de la politique monétaire. Ceci permet de dire que la politique budgétaire prudente, aidée par un prix du baril favorable, à l'exception de l'année 1998, et par un taux de change du dinar/dollar en hausse, a dû avoir un rôle décisif quant à l'obtention de ces résultats.

Au total, la politique monétaire, soutenue par une politique budgétaire prudente, elle-même accompagnée par une politique de taux de change et une conjoncture pétrolière favorables, a permis non seulement de stabiliser les prix (1994-1995), mais surtout de réduire sensiblement le niveau des prix et de le stabiliser (1996-1997).

Ainsi, on peut remarquer que le programme d'ajustement structurel a permis de consolider les résultats du programme de stabilisation économique, mais il a échoué quant à la relance de la croissance et la stabilisation du chômage.

2.3/ Conduite de la politique monétaire en Algérie depuis 2000

Durant la décennie 90, le système bancaire se caractérisait par une illiquidité structurelle qui le faisait dépendre totalement du refinancement de la Banque d'Algérie.

Avec l'avènement d'une conjoncture favorable sur les marchés pétroliers, suite au net raffermissement des cours du brut à partir de 1999, l'Algérie passe, en quelques années seulement, d'une situation de pénurie de liquidité à une situation d'excès d'offre de liquidité. Le surplus commence à apparaître à partir de 2001, année à partir de laquelle le système bancaire vit une situation inédite d'excès de liquidité.

Après le retour à la stabilité macro financière en 2000, suite au choc externe de 1998/1999, l'évolution macro-économique au cours des années 2001 et 2002 s'est caractérisée par la consolidation de la stabilité macro-financière.

Les performances financières se sont améliorées en 2003, année qui s'est caractérisée de plus par une solidité marquée de la position financière extérieure conjuguée à un fort taux de croissance économique (6,8%) et une inflation maîtrisée (2,6%). L'évolution au cours de l'année 2003 des principaux indicateurs de la position financière extérieure témoigne de la bonne viabilité de la balance des paiements et de la solidité de la position des réserves de change atteinte en 2003.

C'est dans ce contexte macroéconomique, radicalement différent de celui qui a prévalu durant la décade précédente, que la politique monétaire commence à se déployer de manière autonome.

L'objectif de la politique monétaire cité par la loi 90-10 ainsi que par l'ordonnance 03-11 est celui de la stabilité des prix.

Dans les deux rapports annuels pour 2001 et 2002, la Banque d'Algérie conclut ce qui suit : « L'objectif ultime de la politique monétaire est donc de maintenir la stabilité des prix, entendue comme une progression limitée de l'indice des prix à la consommation ».

Dans le rapport annuel de 2003, cette conclusion est reformulée comme suit : « L'objectif ultime de la politique monétaire est de maintenir la stabilité monétaire à travers la stabilité des prix, entendue comme une progression limitée de l'indice des prix à la consommation ».

Ainsi, le seul objectif final de la politique monétaire retenu par la Banque d'Algérie est la stabilité des prix et donc le contrôle du rythme de l'inflation mesuré par le moyen de l'indice des prix à la consommation (IPC).

Depuis 2000 et surtout, depuis 2001, le système bancaire vit une situation de surliquidité structurelle inédite, suite principalement aux retombées des ressources pétrolières et subsidiairement aux débours du Trésor public au profit des banques publiques pour leur recapitalisation et pour son désendettement partiel envers elles.

Du coup, le système bancaire s'est retrouvé hors Banque Centrale : pas de réescompte, pas de pension ou d'adjudication. Seul le marché monétaire interbancaire demeure fonctionnel. Par conséquent, les seuls instruments qui demeurent utilisables, en plus du taux de réescompte en tant que taux directeur, sont les réserves obligatoires et l'open market.

La loi 90-10 limitait le montant global des effets publics qu'elle peut admettre dans son portefeuille à 20% des recettes ordinaires de l'Etat pour l'exercice budgétaire écoulé. De ce fait, lorsque l'excès de liquidités a commencé à émerger au niveau du marché monétaire, la Banque d'Algérie ne disposait pas d'effets publics qu'elle peut vendre ferme aux banques pour écumer leurs surliquidités. La loi 03-11 (art. 41) a levé la contrainte du plafond d'effets publics que la Banque d'Algérie ne doit pas dépasser, mais comme elle n'est pas autorisée à intervenir sur le marché primaire des Bons du Trésor, elle n'a plus la possibilité de s'en procurer. De ce fait, l'instrument open market, connu pour sa grande efficacité, n'est pas mis en œuvre. Des efforts importants ont été engagés depuis l'année 2004 pour permettre la mise en œuvre de cet instrument monétaire.

Concernant l'instrument réserves obligatoires, l'ordonnance 03-11 a abrogé l'article 93 de la loi 90-10 qui l'avait institué, sans l'avoir pris en charge par ailleurs. Cependant, en

raison de son importance, le Conseil de la Monnaie et du Crédit s'est trouvé dans l'obligation de le réintroduire. C'est l'objet du règlement 04-020 du 12/03/2004.

L'activation de l'instrument réserves obligatoires, même après avoir porté leur taux de 4,5% à 6,5% n'a pas suffi à stériliser une proportion suffisante des liquidités bancaires offertes sur le marché monétaire interbancaire.

Pour faire face à l'excès de liquidités sur le marché monétaire interbancaire et asseoir un contrôle efficace de la liquidité bancaire, la Banque d'Algérie a introduit un nouvel instrument indirect de politique monétaire : la reprise des liquidités²³³ sur le marché monétaire.

En effet, ces reprises de liquidités par appel d'offre qui ont été engagées en avril 2002 avec un montant de 100 milliards de dinars ont atteint 200 milliards de dinars en juin 2003 et 250 milliards de dinars en décembre 2003 contre seulement 129,7 milliards de dinars en décembre 2002²³⁴. L'utilisation active de l'instrument reprise de liquidités par appels d'offres a bien permis à la Banque d'Algérie d'opérer des ponctions additionnelles de liquidités sur le marché monétaire.

Tout en mettant en avant l'agrégat monnaie de base comme objectif intermédiaire de la politique monétaire, la Banque d'Algérie a, dès février 2001, réactivé l'instrument réserves obligatoires et ce, pour amener les banques à bien gérer leur liquidité et endiguer l'impact négatif de chocs exogènes sur la liquidité bancaire.

Au cours de l'année 2002, tout comme en 2001, la réserve obligatoire a été utilisée d'une manière active, à mesure que le taux de cette réserve a été modulé en fonction de l'évolution des réserves libres des banques. En décembre 2002, et pour opérer une contraction additionnelle de l'excès d'offres de liquidité sur le marché interbancaire, le taux de la réserve obligatoire a été porté à 6,25% contre 4,25% précédemment.

Pour assurer un réglage fin de la liquidité bancaire, la Banque d'Algérie a maintenu tout au long de l'année 2003 l'instrument réserve obligatoire en tant qu'instrument indirect de politique monétaire ; l'effet sur l'excès de liquidités bancaires ayant été bien effectif dès le

²³³ Cet instrument est beaucoup plus souple que celui des réserves obligatoires, dans la mesure où il peut être modulé au jour le jour ; de plus, la participation aux opérations de reprise de liquidité n'étant pas obligatoire, ce qui permet à chaque banque de tenir compte de sa propre situation de liquidité.

²³⁴ Banque d'Algérie, note d'information : position financière extérieure et situation monétaire de l'Algérie en 2003.

premier semestre de 2003. Les dépôts des banques au titre de la réserve obligatoire ont ainsi atteint 126,7 milliards de dinars à fin décembre 2003 contre 109,5 milliards de dinars à fin décembre 2002. Leur niveau n'était que de 43,5 milliards de dinars à fin 2001.

La politique de reprise de liquidités jointe à un relèvement du taux de réserve obligatoire²³⁵, a permis de réduire la croissance de l'excès de liquidités des banques dont les dépôts auprès de la Banque d'Algérie ont été portés de 611 milliards de dinars en fin 2003 à 713,5 milliards de dinars à fin 2004. Sur ces dépôts, 300 milliards de dinars sont inhérents à la reprise de liquidités, dont le taux de rémunération a été réduit à 0,75% en décembre 2004 (il était de 2,5%).

Afin de contrôler la liquidité globale, la Banque d'Algérie a eu recours à la manipulation du taux de réserves obligatoires et à la reprise directe de liquidités. Le taux de réserves obligatoires est passé de 4,25% en décembre 2001 à 6,25% en décembre 2002 puis à 6,5% en mars 2004. Les taux de rémunération liés à ces deux instruments ont été revus en 2005. Les réserves obligatoires sont rémunérées depuis 2005 à 1% au lieu de 1,25% auparavant. La Banque d'Algérie a introduit durant le second semestre de 2005 deux nouveaux instruments indirects : « la reprise de liquidités à fréquence trimestrielle » contre un taux de 1,9% et « la facilité de dépôt rémunérée » contre un taux de 0,3%. Ces différents mécanismes ont eu pour effet d'accroître les dépôts des banques auprès de la Banque d'Algérie. Ils sont passés de 361 milliards de dinars en 2003 à 673 milliards en 2004 et 732 milliards en 2005.²³⁶

Au titre de l'année 2006, le Conseil de la Monnaie et du Crédit a maintenu l'objectif d'inflation de 3% à moyen terme, comme objectif ultime de la politique monétaire. Compte tenu des développements intervenus en cours d'année, l'année 2006 a enregistré une croissance monétaire plus importante que prévue initialement.

Après l'introduction en août 2005 de l'adjudication à trois mois au taux de 1,9%, comme nouvel instrument permettant d'absorber les fonds prêtables sur le marché monétaire interbancaire considérés comme stables, la Banque d'Algérie a stabilisé le montant global des

²³⁵L'ordonnance 03-11 a abrogé l'article 93 de la loi 90-10 qui avait institué l'instrument réserves obligatoires, sans l'avoir pris en charge par ailleurs. En effet tous les autres instruments de la politique monétaire sont expressément repris par la nouvelle loi excepté celui-là. En raison de sa double importance : en tant que première garantie des déposants et en tant qu'instrument de la politique monétaire pouvant avoir une efficacité redoutable, s'il est manipulé avec une certaine consistance, le CMC s'est trouvé dans l'obligation de le réintroduire. C'est l'objet du règlement 04-020 du 12/03/2004.

²³⁶BAfD/OCDE 2007, perspectives économiques en Afrique : Algérie, P 122.

reprises à environ 450 milliards de dinars au cours de l'année 2006. Par contre la structure selon le terme des reprises a enregistré une profonde modification, d'autant plus que la part des reprises à trois mois a atteint 81,7% à fin décembre 2006 contre 66,7% à fin décembre 2005. Corrélativement, la Banque d'Algérie a relevé le taux des reprises de liquidité à trois mois qui est passé, en février 2006, de 1,9% à 2%.²³⁷

La facilité de dépôts rémunérés a été l'instrument qui a été utilisé le plus activement au cours de l'année 2006 afin de stériliser une bonne partie de l'excédent de trésorerie de certaines banques. Avec un taux d'intérêt stabilisé à 0,3%, l'encours de la facilité de dépôts rémunérés est monté à 456,7 milliards de dinars à fin décembre 2006 contre seulement 49,7 milliards de dinars à fin 2005, soit un taux de croissance de 818,03%.

Pour endiguer l'excès de liquidité structurel et limiter ses effets inflationnistes en 2007, la Banque d'Algérie a intensifié ses interventions sur le marché monétaire au moyen des reprises de liquidité à maturités de 7 jours et 3 mois. Cet instrument de marché a vu son rôle s'accroître significativement par rapport à la facilité de dépôts rémunérés (facilité permanente) et la réserve obligatoire, au second semestre de l'année 2007, dans la conduite de la politique monétaire.

La conduite de la politique monétaire au moyen de ces instruments a permis, au cours de l'année 2007, de résorber un montant moyen de 1273,3 milliards de dinars sur un montant global moyen d'excès de liquidité de 1553,5 milliards de dinars, y compris les réserves obligatoires, soit un taux d'absorption moyen de 82%.

En fin de période, le taux d'absorption de liquidité par type d'instrument indirect de politique monétaire se présente comme suit : Reprise de liquidité : 59,29% ; Facilité de dépôt : 26,04% ; Réserves obligatoires : 14,67%.

Dans un tel contexte d'excès de liquidité sur le marché monétaire, devenu structurel, l'observation minutieuse du comportement des facteurs autonomes²³⁸ et la maîtrise des

²³⁷ Documents de la BA pour l'année 2006.

²³⁸ Pour l'année 2007, l'analyse du comportement des facteurs autonomes de la liquidité bancaire fait apparaître, par degré d'importance, les variations annuelles suivantes :

- Une augmentation des avoirs extérieurs nets de la BA pour 1856,57 milliards de dinars, soit une source importante d'apport de liquidité ;
- La circulation fiduciaire a enregistré une augmentation de 203,12 milliards de dinars correspondant à un besoin de liquidités ;
- Et, enfin, une augmentation de 72,69 milliards de dinars au titre des dépôts du Trésor auprès de la BA, représentant un facteur autonome de ponction de liquidités relativement limitée.

techniques de prévision de la liquidité sont indispensables pour une amélioration soutenue de la gestion de la liquidité bancaire.

Ajusté à 1% à mi-juin 2007 contre 0,3%, corrélativement au relèvement des taux d'intérêts appliqués aux reprises à sept jours et à trois mois, le taux d'intérêt de la facilité de dépôts rémunérés reste le taux plancher par rapport aux taux applicables aux autres instruments d'absorption de liquidité par la Banque d'Algérie, formant ainsi une fourchette de taux. Avec un rôle revu à la baisse au second semestre 2007 en tant qu'instrument de conduite de la politique monétaire, et plus de réglage de la liquidité bancaire, le taux d'intérêt de la facilité de dépôts rémunérés a été abaissé à 0,75% courant de la dernière semaine de décembre 2007. Par contre, corrélativement au rôle très important accordé aux instruments reprises de liquidités au second semestre 2007, la Banque d'Algérie a maintenu inchangé les taux d'intérêt de ces instruments après leur relèvement mi juin 2007, soit 2,5% pour les reprises à trois mois et 1,75% pour les reprises à sept jours contre respectivement 1,25% et 2% ; le taux des reprises à trois mois étant le taux élevé de la fourchette de taux appliqués par la Banque d'Algérie dans la résorption de l'excès de liquidité.

Suite à l'augmentation de l'inflation mondiale en 2008 et particulièrement celle dans les pays émergents, le Conseil de la Monnaie et du Crédit, tout en maintenant l'objectif d'inflation de 3% à moyen terme comme objectif ultime de la politique monétaire, a précisé une cible de 4% pour l'année 2009.

Dans une période de risques inflationnistes croissants, provenant notamment de l'inflation importée conjuguée à l'inflation endogène, la gestion de l'excès de liquidités sur le marché monétaire émerge comme préoccupation majeure dans la conduite de la politique monétaire, à mesure que le marché monétaire est le seul canal de transmission des impulsions de la politique monétaire à l'économie.

La Banque d'Algérie a progressivement ajusté ses opérations de politique monétaire pour disposer d'un cadre opérationnel comportant un arsenal complet de dispositifs d'intervention, particulièrement en 2009 corrélativement aux leçons tirées de la crise financière internationale.

Face à l'excès de liquidité structurel, la Banque d'Algérie a maintenu le même niveau d'interventions sur le marché monétaire au moyen des reprises de liquidité à maturités de sept jours et trois mois, comparativement à l'année 2008. Cependant pour des fins de régulation

qualitative, au début du mois de mars de l'année 2009, la Banque d'Algérie a révisé ses taux d'intervention à la baisse pour les fixer à 1,25% contre 2% pour la reprise de liquidité à trois mois, 0,75% contre 1,25% pour la reprise de liquidité à sept jours.

Face à la tendance baissière de la liquidité bancaire, à mesure que la somme des facteurs autonomes de ponction de liquidités est supérieure à celle des facteurs autonomes d'apport de liquidités hors effet de valorisation des réserves de change²³⁹, la Banque d'Algérie a, en stabilisant le montant des reprises de liquidité à 1100 milliards de dinars, laissé aux banques l'initiative pour gérer une partie de leurs excédents de trésorerie décroissants au moyen de la facilité de dépôts rémunérés à 24 heures. Le taux d'intérêt relatif à cet instrument a été revu à la baisse à 0,30% contre 0,75% avant mars 2009. Aussi, la Banque d'Algérie a abaissé, à mi-mars 2009, le taux de rémunération des réserves minimales obligatoires à 0,50% contre 0,75%, taux qui était en vigueur pour la période du 15 mars 2008 au 14 mars 2009.

Après la contraction de la liquidité bancaire au cours de l'année 2009 (14,01 %), en rupture par rapport à la tendance haussière des années 2002 à 2008, l'année 2010 a enregistré une expansion de près de 4,18 % en la matière, confirmant le caractère structurel de l'excès de liquidité sur le marché monétaire. La liquidité bancaire est ainsi repartie à la hausse, sous l'effet de la reprise de l'accumulation des avoirs extérieurs.

La tendance à la reprise de l'inflation mondiale à partir du second semestre 2009 et particulièrement celle dans les pays émergents, a amené le Conseil de la monnaie et du crédit, à fixer l'objectif d'inflation implicite à 4 % au titre de l'année 2010, avec une orientation prospective.

Sous l'angle de la conduite au jour le jour de la politique monétaire, dans le respect du cadre opérationnel complété en 2009 et des objectifs arrêtés par le Conseil de la monnaie et du crédit pour l'année 2010, la Banque d'Algérie a stabilisé le montant global des reprises de liquidités à environ 1 100 milliards de dinars au cours de l'année 2010 par rapport à leur niveau global de 2009. Aussi, les reprises de liquidité à sept jours et à trois mois sont restées

²³⁹ Pour l'année 2009, l'analyse du comportement des facteurs autonomes de liquidité bancaire fait apparaître, par degré d'importance, les variations suivantes :

- Une augmentation des avoirs extérieurs nets de la BA pour 638,34 milliards de dinars, résultant principalement de l'effet de valorisation ;
- Une augmentation de la circulation fiduciaire de 288,18 milliards de dinars correspondant à une ponction de liquidités ;
- Une variation positive de 36,4 milliards de dinars au titre des dépôts du Trésor auprès de la BA, représentant un facteur autonome de faible ponction de liquidités.

un instrument actif dans la conduite de la politique monétaire en 2010, en contexte de stabilisation de leur structure selon le terme : 25 % pour les reprises à trois mois et 75 % pour les reprises à sept jours.

La facilité permanente de dépôts rémunérés, opération de réglage fin effectuée à l'initiative des banques, qui a bien subi l'effet de la contraction de la liquidité bancaire en 2009 (- 14 %), a vu son rôle d'instrument actif de la politique monétaire augmenter en 2010, notamment au second semestre.

L'instrument réserves obligatoires, dont le dispositif opérationnel a été redéfini en 2004, a constitué un autre instrument actif tout au long de l'année 2010, pendant que son coefficient a été stabilisé suite à son ajustement à la hausse en janvier 2008 (8 % contre 6,5 %). En outre, le taux d'assiette de la réserve obligatoire a été porté à 9 % en décembre 2010, en vue de contribuer davantage à la stabilité financière.

Après un ajustement en 2009 du dispositif réglementaire portant instruments de conduite de la politique monétaire, l'année 2010 a été marquée par la réforme du cadre légal en la matière où l'objectif d'inflation a été institué en tant qu'objectif ultime de la politique monétaire, tout en conservant les objectifs quantitatifs monétaires. Ce qui confère de facto un rôle aux agrégats monétaires et de crédit dans la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie, pendant que la prévision de l'inflation à court terme prend désormais une importance particulière. Par ailleurs, la réforme en 2010 du cadre de la politique monétaire devrait contribuer à asseoir le rôle des anticipations des agents économiques comme un autre canal de transmission des effets de la politique monétaire.

Après la contraction enregistrée en 2009 et la reprise de l'expansion de la liquidité bancaire de près de 4,18 % enregistrée en 2010, l'année 2011 consolide la tendance haussière en la matière avec un taux d'expansion de 11,59 % à fin 2011 par rapport à fin 2010. En effet, la liquidité bancaire s'est accrue de 295 milliards de dinars en fin de période, s'inscrivant dans la reprise du trend haussier reparti en 2010 sous le double effet de la reprise de l'accumulation des avoirs extérieurs et de l'augmentation des dépôts des entreprises et des ménages dans un contexte de forte expansion des dépenses budgétaires.

L'année 2011 correspond à la dixième année d'excès de liquidité et à la première année de conduite de la politique monétaire avec ciblage d'inflation et ce, après la réforme du cadre

de politique monétaire en août 2010. Cependant, les objectifs quantitatifs en matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédit ont été maintenus.

Pour la détermination des objectifs quantitatifs de la politique monétaire et la validation des instruments pertinents pour sa conduite, la Banque d'Algérie présente au Conseil de la monnaie et du crédit, au début de chaque année, les prévisions relatives aux agrégats de monnaie et de crédit découlant de la programmation financière. Il s'agit d'objectifs monétaires souples, à mesure que les objectifs quantitatifs sont revus périodiquement en fonction de l'évolution de la conjoncture. La Banque d'Algérie propose également les instruments de politique monétaire de nature à assurer l'objectif assigné aux variables intermédiaires et à atteindre l'objectif ultime de la politique monétaire, à savoir la stabilité interne et externe de la monnaie. En particulier, l'objectif explicite d'inflation en termes de stabilité des prix a été institué en août 2010, tout comme celui de stabilité financière.

La détermination des objectifs quantitatifs monétaires et de crédit cibles est effectuée par la Banque d'Algérie sur la base des projections de la balance des paiements, des finances publiques et des opérations du Trésor. Les prévisions de l'évolution des agrégats réels et de leurs déflateurs sont utilisées pour l'estimation du ratio de liquidité. Le cadre analytique repose à la fois sur l'analyse monétaire qui vise à évaluer les tendances de la masse monétaire et du crédit et sur leurs composantes respectives. En outre, si les signaux pertinents quant à la tendance de l'inflation étaient également recherchés, il importe de souligner que l'année 2011 a constitué la première année d'exercice de ciblage d'inflation, pendant que la variable taux de change est restée une «variable clé» dans la programmation monétaire en Algérie ; le taux de change effectif nominal étant estimé en fonction des fondamentaux et revu périodiquement. Pour l'année 2011, marquée par une reprise des recettes de la fiscalité pétrolière après le choc externe de 2009, la programmation monétaire a intégré, dans une large mesure, le rythme et le profil des décaissements de la sphère budgétaire, notamment au titre des dépenses courantes.

La tendance à la reprise de l'inflation mondiale à partir du second semestre 2009, particulièrement dans les pays émergents, et le maintien des prix à un niveau élevé en 2010 a amené le Conseil de la monnaie et du crédit, à fixer l'objectif d'inflation à 4 % au titre de l'année 2011.

La Banque d'Algérie a approfondi l'analyse des déterminants de l'inflation et à déboucher sur un modèle de prévision de l'inflation sur 24 mois, dès l'année 2012. Si les signaux pertinents quant à la tendance de l'inflation sont désormais recherchés et suivis de façon rigoureuse, la Banque d'Algérie veille à minimiser tout écart entre la prévision d'inflation à court terme et l'objectif retenu par le Conseil de la monnaie et du crédit, en ajustant la conduite opérationnelle de la politique monétaire et retourner à la cible dans un délai raisonnable. Cela fait appel, par fois, à d'autres mesures de nature structurelle, à l'exemple de celles concourant à la lutte contre l'inflation endogène. D'ailleurs, cette dernière a caractérisé le phénomène inflationniste en 2011 et 2012, tout comme en 2009, alors que sur une longue période (2001-2012) l'agrégat M2 (hors dépôts du secteur des hydrocarbures et dépôts en devises) a été le principal déterminant en la matière.

La forte croissance des cours mondiaux des produits de base en 2011 et la reprise de l'inflation des prix à la consommation au cours de cette même année, surtout au second semestre, a amené le Conseil de la monnaie et du crédit, à maintenir l'objectif d'inflation à 4 % au titre de l'année 2012.

Dans le respect du nouveau cadre de la politique monétaire institué en août 2010 et des objectifs arrêtés par le Conseil de la monnaie et du crédit pour l'année 2012, la Banque d'Algérie a mené la conduite de la politique monétaire en utilisant le cadre opérationnel renforcé, édicté en 2009, suite aux premières leçons tirées de la crise financière mondiale. Si le montant global des reprises de liquidités a été stabilisé à 1100 milliards de dinars au premier trimestre de l'année sous revue, ce montant a été ajusté à la hausse dès avril 2012 (1350 milliards de dinars) pour faire face à l'accélération de l'inflation. Aussi, les reprises de liquidité à sept jours et à trois mois ont vu leur rôle augmenter entant qu'instrument actif dans la conduite de la politique monétaire en 2012, même leur structure est restée stable à concurrence de 25 % pour les reprises à trois mois et 75 % pour les reprises à sept jours.

La facilité permanente de dépôts rémunérés, opération de réglage fin effectuée à l'initiative des banques, est restée un instrument actif de la politique monétaire tout au long de l'année 2012, en ligne avec le profil de la liquidité bancaire suite à sa contraction en 2009 inhérente au choc externe. Aussi, la part relative de l'instrument facilité de dépôts rémunérés dans la résorption de l'excès de liquidité est évaluée à 38,3 % en décembre 2012.

L'instrument réserves obligatoires a constitué un autre instrument actif tout au long de l'année 2012, d'autant que son coefficient a été ajusté à la hausse à mi-mai 2012 pour être porté à 11 % contre 9 %, afin de renforcer le rôle de la politique monétaire dans le contrôle de l'inflation.

En mettant en place une « fourchette » de taux d'intérêt, la Banque d'Algérie accorde de facto une attention grandissante au taux d'intérêt à court terme au niveau opérationnel, pendant que le taux des reprises à trois mois reste le taux supérieur de la fourchette de taux appliqués et émerge parmi les canaux de transmission significatifs (taux d'intérêt, prix des actifs, cours de change, financement des banques, anticipations, etc.) de la politique monétaire en Algérie. En conséquence, les canaux de transmission de la politique monétaire les plus significatifs sont le taux d'intérêt des reprises de liquidité, avec des montants de reprises qui ont augmenté en 2012, et le cours de change nominal. Si ces deux canaux de transmission ont une égale importance, le canal «cours de change» apparaît même comme étant le canal le plus opérant des signaux transmis à l'économie réelle. Celui-ci constitue un important canal de transmission des effets des facteurs externes à la politique monétaire, en régime de change flexible et en situation de taux de change effectif réel proche de l'équilibre. Par ailleurs, le canal crédit est appelé à prendre de l'importance; les instruments de refinancement par le « prêteur en dernier ressort » n'étant plus opérant depuis début 2002 avec l'avènement de l'excès de liquidité sur le marché monétaire.

L'année 2013, qui correspond à la douzième année d'excès de liquidité et à la troisième année de conduite de la politique monétaire avec ciblage d'inflation, a enregistré la poursuite des tensions inflationnistes de nature endogène en début d'année.

Après les années 2011 et 2012 caractérisées par une forte expansion des dépenses budgétaires notamment au titre des dépenses courantes, la programmation monétaire a intégré en 2013, dans une certaine mesure, l'objectif de consolidation budgétaire et donc le rythme et le profil prévisibles des décaissements de la sphère budgétaire.

Le Conseil de la monnaie et du crédit a maintenu l'objectif d'inflation à 4 % au titre de l'année 2013. Il a examiné les objectifs en matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédit cohérents avec la cible d'inflation, arrêtant le taux de croissance de la masse monétaire (M2) à 9 - 11 % et celui des crédits à l'économie à 14,5 - 16,5 %.

Dans un contexte de risques d'inflation endogène matérialisés par 19 mois de tendance haussière ininterrompue de l'inflation, soit entre juillet 2011 et janvier 2013, la gestion de l'excès de liquidité sur le marché monétaire est restée une préoccupation majeure dans la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie. Cette dernière, en capitalisant sur les efforts soutenus en matière de projection des facteurs autonomes et de prévision de liquidité bancaire, a approfondi l'analyse des canaux de transmission des effets de la politique monétaire à l'économie réelle où le taux de change et le canal crédit jouent un rôle important. Dans cet objectif de contrôle efficace de l'excès de liquidité, la Banque d'Algérie affine d'une manière soutenue la prévision de la liquidité centrale en maîtrisant les mécanismes de monétisation des flux de devises et en suivant rigoureusement les flux d'encaissements et de décaissements du Trésor au moyen d'une traçabilité des données de paiement y afférentes.

Si le montant global des reprises de liquidité a été stabilisé à 1350 milliards de dinars en 2013, après son ajustement à la hausse en avril 2012 (de 1100 à 1350 milliards de dinars), l'année sous revue a enregistré un renforcement des instruments de reprise de liquidité. La Banque d'Algérie a introduit dès mi-janvier 2013 un nouvel instrument de politique monétaire, à savoir la reprise de liquidité à six mois à un taux de rémunération de 1,50 %. En plus de l'allongement de la maturité des reprises de liquidité à partir de janvier 2013 pour absorber plus de liquidité stable des banques, le taux de constitution des réserves minimales obligatoires a été relevé en mai 2013 à 12 %, douze mois après son relèvement de deux points de pourcentage (de 9 % à 11 %). Ce renforcement des instruments de politique monétaire vise à consolider l'efficacité de la politique monétaire dans la résorption effective de l'excès de liquidité sur le marché monétaire.

Les reprises de liquidité à sept jours et à trois mois ont vu leur rôle commencer à diminuer en tant qu'instruments actifs de conduite de la politique monétaire en 2013, avec une part relative de 66,7 % pour les reprises à sept jours.

La facilité permanente de dépôts rémunérés, opération de réglage fin effectuée à l'initiative des banques, est restée un instrument actif de la politique monétaire tout au long de l'année 2013. Aussi, la part relative de l'instrument facilité de dépôts rémunérés dans la résorption de l'excès de liquidité est évaluée à 26,2 % à fin décembre 2013 contre 33,3 % à fin décembre 2012.

Les banques ont, par ailleurs et dans le cadre des réserves obligatoires, augmenté leurs avoirs en comptes auprès de la Banque d'Algérie. L'instrument réserves obligatoires a constitué un autre instrument actif tout au long de l'année 2013. L'encours des réserves obligatoires a atteint 891,39 milliards de dinars à fin décembre 2013 contre 754,10 milliards de dinars à fin décembre 2012 (569,86 milliards de dinars à fin décembre 2011), contribuant d'une manière effective à la résorption de l'excès de liquidité sur le marché monétaire.

Pour l'année 2014, l'analyse du comportement des facteurs autonomes de la liquidité bancaire fait apparaître, par degré d'importance, les variations annuelles suivantes :

- une croissance modérée des avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie de 557,35 milliards de dinars à fin 2014 contre 334,89 milliards de dinars en 2013, continuant d'alimenter modérément la liquidité bancaire, après le choc externe de 2009 ;
- une variation négative de 1 155 milliards de dinars au titre des dépôts du Trésor (compte courant et fonds de régulation des recettes) auprès de la Banque d'Algérie, suite à la mobilisation de plus de 903,3 milliards de dinars du fonds de régulation des recettes dont le solde est passé de 5 238,80 milliards de dinars à fin 2013 à 4 335,58 milliards de dinars à fin 2014;
- une augmentation de la circulation fiduciaire hors Banque d'Algérie de 486,99 milliards de dinars au titre de l'exercice sous revue, avec un taux de croissance de 15 % contre 8,37 % en 2013, représentant un facteur autonome de ponction de liquidités du système bancaire.

En contexte de persistance de l'excès de liquidité, les avoirs en comptes courants de l'ensemble des banques à la Banque d'Algérie ont atteint 912,28 milliards de dinars à fin décembre 2014 contre 863,09 milliards de dinars à fin décembre 2013, en hausse de 49,19 milliards de dinars pour l'année sous revue.

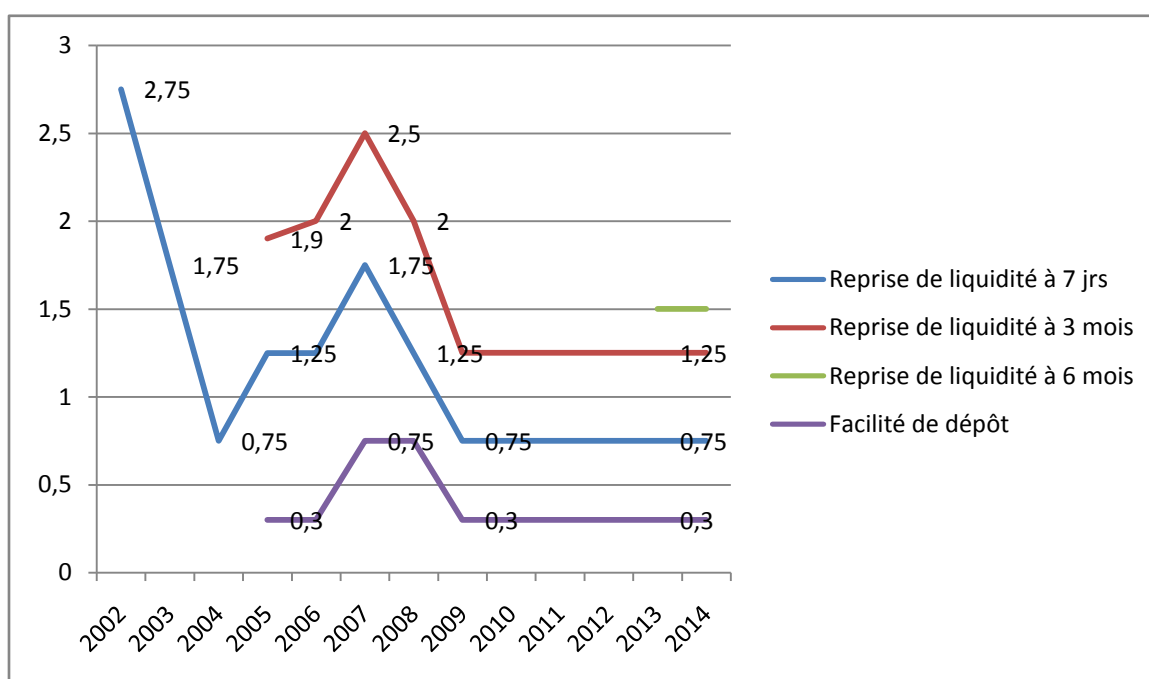
Cependant, la part des réserves libres a diminué de 13,60 %, passant de 78,02 milliards de dinars à fin 2013 à 67,41 milliards de dinars à fin 2014, alors qu'en 2013, elles avaient légèrement augmenté (4,01 %) par rapport à l'année 2012.

Face à l'excès structurel de liquidité bancaire, à mesure que la somme des facteurs autonomes de ponction de liquidités est inférieure à celle des facteurs autonomes d'apport de liquidités hors effet de valorisation des réserves de change, la Banque d'Algérie a poursuivi en

2014 la mise en œuvre des mesures de politique monétaire visant à atténuer l'effet inflationniste de l'excès de liquidité sur le marché monétaire.

L'année 2014 a constitué la première année d'exercice de ciblage flexible d'inflation en contexte de choc externe. Contrairement à la consolidation budgétaire en 2013, l'année 2014 s'est caractérisée par un creusement du déficit global des opérations du Trésor, en situation de choc externe et de forte expansion des décaissements au titre des dépenses budgétaires.

Graphique 24 : Structure des taux d'intérêt de la BA de 2002 à 2014



L'usage de ces instruments a permis les résultats suivants (en milliards de dinars):

Année	2010	2011	2012	2013	2014
Encours global de liquidités bancaires stérilisées	2610,812	2927,9	2692,2	2721,28	2842,56
Reprises de liquidités	1100	1100	1100	1350	1350
Réserves obligatoires	494,132	569,86	754,10	891,38	1 023,96
Facilité de dépôts	1016,68	1258,04	838,1	479,90	468,6

Par ailleurs, les banques placent une part de plus en plus importante de leurs ressources auprès du Trésor, notamment en bons. Le montant des créances des banques sur l'Etat en 2012 s'était élevé à 1403,9 milliards de dinars dont 881,9 en titres de l'Etat. Ces montants sont passés en 2013 à 1432,5 milliards de dinars dont 812,5 milliards de dinars en titres de l'Etat.

L'année 2014 a enregistré une progression de plus de 31,3 % de l'encours des émissions des valeurs d'Etat par voie d'adjudication sur le marché monétaire, alors qu'en 2013, cet encours a enregistré une légère baisse de 1,7 %. Il s'élève, à fin 2014, à 775,11 milliards de dinars contre 590,30 milliards de dinars à fin 2013, après avoir suivi un trend haussier entre 2009 et 2012. En effet, l'encours des émissions des valeurs d'Etat par voie d'adjudication sur le marché monétaire avait atteint 600,85 milliards de dinars à fin 2012, après un passage de 548,90 milliards de dinars à fin 2010 à 556,21 milliards de dinars à fin 2011.

Les taux de rendement pour les différents types de titres de l'Etat sont compris, à fin décembre 2014, entre 0,31 % et 0,35 % pour les bons du Trésor à court terme (BTC) 13 et 26 semaines et, entre 1,38 % et 1,78 %, pour les bons du Trésor assimilables (BTA) de 1 à 5 ans. Pour les obligations assimilables du Trésor (OAT) de 7 à 15 ans, les taux de rendement se situent entre 2,42 % et 3,82 %.

Ainsi, on peut déduire que les banques préfèrent placer leurs ressources à des rendements réduits, mais sûrs, à l'octroi du crédit.

Cette situation s'explique également par la volonté du Trésor de contribuer à l'absorption d'une partie des liquidités excédentaires des banques. Ceci fait partie de la politique budgétaire pratiquée depuis 2000 et qui consiste à établir le budget de l'Etat sur l'hypothèse du prix du baril à 19\$US²⁴⁰, la différence par rapport aux prix effectif étant affectée au Fonds de régulation des recettes. De ce fait, il est dégagé annuellement un déficit budgétaire « théorique » financé en partie par l'émission de bons du Trésor et autres créances et dépôts bancaires. Cette politique budgétaire contribue à soutenir la politique monétaire en matière de stérilisation.

²⁴⁰ Ajusté à 37 dollars/baril à partir de 2008.

Conclusion de la section 2

Durant la décennie 90, le système bancaire et financier algérien s'apparente à celui d'une économie d'endettement, dans la mesure où l'essentiel, pour ne pas dire le total, du financement de l'économie s'est fait par crédit bancaire. A contrario, les marchés financiers sont quasiment, pour ne pas dire totalement, absents dans le financement. Dans le même temps, le système bancaire se caractérisait par une illiquidité structurelle qui le faisait dépendre totalement du refinancement de la Banque Centrale.

Au départ, les principaux instruments utilisés étaient des instruments directs : plafonds de réescompte, plafonds de crédits pour les entreprises publiques déstructurées, le plafonnement des taux d'intérêt débiteurs, le plafonnement des marges bancaires...etc.

Avec la mise en œuvre du programme d'ajustement structurel, des instruments qu'on peut qualifier de semi indirects tels que l'adjudication de crédits, la prise de pensions sur le marché monétaire sont progressivement introduits, en même temps que les instruments directs. Même l'instrument des réserves obligatoires a été institué dès 1994 sans, toutefois, l'avoir réellement activée.

Depuis 2000 et surtout, depuis 2001, le système bancaire vit une situation de surliquidité structurelle inédite, suite principalement aux retombées des ressources pétrolières et subsidiairement aux débours du Trésor public au profit des banques publiques pour leur recapitalisation et pour son désendettement partiel envers elles.

Pour faire face à l'excès de liquidités sur le marché monétaire interbancaire et asseoir un contrôle efficace de la liquidité bancaire, la Banque d'Algérie a introduit de nouveaux instruments indirects de politique monétaire : la reprise des liquidités sur le marché monétaire à partir d'avril 2002 et la facilité de dépôt rémunérée durant le second semestre de 2005 en plus de l'instrument réserves obligatoires qui a été réactivé à partir de 2001.

Afin de contrôler la liquidité globale, la Banque d'Algérie recourt à la manipulation des taux de ces instruments de la politique monétaire.

Section 3 : Appréciation critique de l'efficacité de la politique monétaire en Algérie

Comme on l'a vu précédemment, l'ordonnance n°03-11 relative à la monnaie et au crédit modifiée et complétée le 26 août 2010 : définit l'objectif explicite de la politique monétaire qui est la stabilité des prix et précise aussi que la Banque Centrale est chargée de veiller à la stabilité monétaire et financière.

Pour atteindre l'objectif de stabilité des prix, la Banque d'Algérie à travers la conduite de la politique monétaire actionne une série d'instruments réglementés : Elle effectue les opérations d'Open Market, accepte les facilités permanentes qui sont à l'initiative des banques et assujettit les banques à la constitution des réserves obligatoires minimales.

A l'instar des autres banques centrales, il est attendu que la Banque d'Algérie par ses opérations principales de politique monétaire pilote les taux d'intérêt à court terme, gère la liquidité bancaire et indique l'orientation de la politique monétaire.

Afin d'atteindre l'objectif final de la politique monétaire, deux objectifs intermédiaires, que sont les taux de croissance de la masse monétaire M2 et du crédit à l'économie, sont annuellement fixés. Pour atteindre ces derniers, deux instruments indirects : la Réserve obligatoire et la reprise de liquidités sont mis en œuvre. L'usage de ces instruments suppose l'existence d'une relation de causalité entre la base monétaire et la masse monétaire et entre la masse monétaire et les prix.

Cette logique indique que la Banque centrale mise, pour la conduite de la politique monétaire, sur les deux théories monétaires traditionnelles : la théorie du multiplicateur monétaire et la théorie quantitative de la monnaie.

L'inflation est maintenue à un niveau remarquablement bas ces dernières années. L'objectif de cette section est de s'interroger sur le rôle de la politique monétaire menée par la Banque d'Algérie en matière de stabilité des prix.

3.1/ Evolution du taux de liquidité de l'économie et du taux d'inflation**3.1.1/ Evolution du taux de liquidité de l'économie**

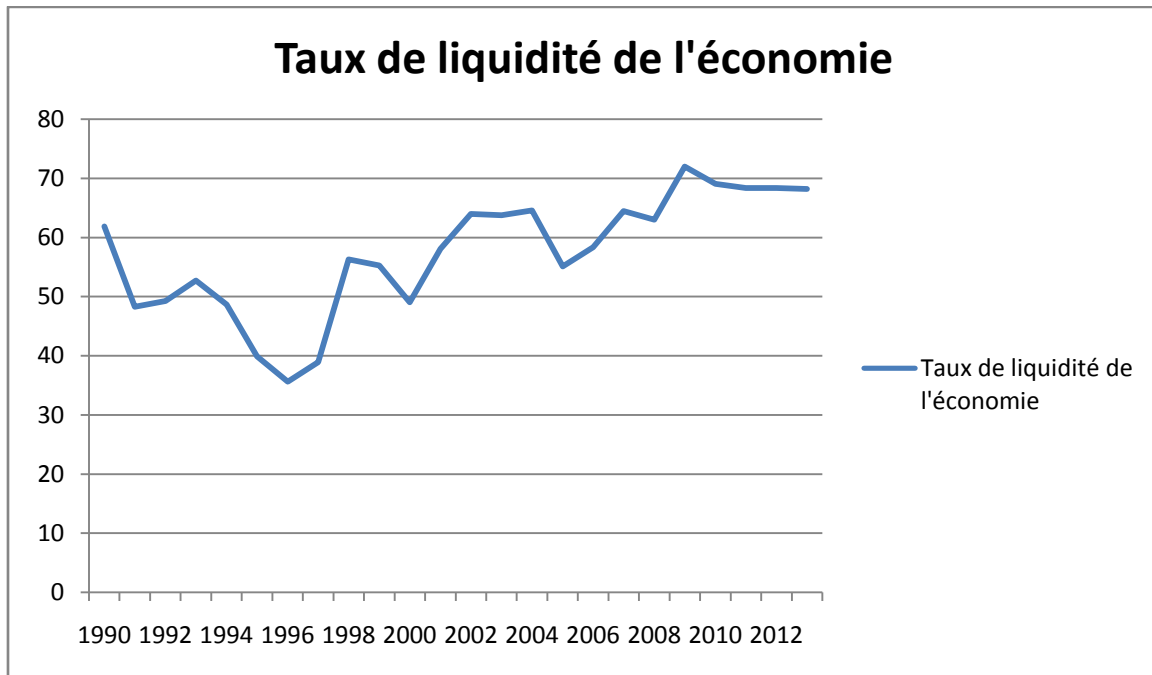
La situation de surliquidité dans l'économie est illustrée par le ratio de liquidité. Le taux de liquidité est le rapprochement de la masse monétaire et du produit intérieur brut (PIB), plus précisément, le rapport entre les agrégats M2 et le produit intérieur brut (PIB). Cette relation fait ressortir le caractère inflationniste ou pas de l'économie.

Tableau 24 : Taux de liquidité de l'économie (en %) (M2/PIB) de 1970 à 2013

Année	Taux de liquidité de l'économie (%)	Année	Taux de liquidité de l'économie (%)
1970	54,58	1992	49,24
1971	55,82	1993	52,73
1972	59,73	1994	48,64
1973	59,13	1995	39,88
1974	46,74	1996	35,61
1975	54,88	1997	38,90
1976	59,08	1998	56,26
1977	59,77	1999	55,26
1978	64,53	2000	49,05
1979	62,21	2001	58,05
1980	57,53	2002	63,94
1981	57,02	2003	63,72
1982	66,44	2004	64,57
1983	70,97	2005	55,11
1984	73,79	2006	58,31
1985	76,78	2007	64,42
1986	76,54	2008	62,99
1987	82,47	2009	71,96
1988	84,26	2010	69,05
1989	73,00	2011	68,35
1990	61,87	2012	68,35
1991	48,17	2013	68,15

Source : Etabli à partir des données des tableaux 5 et 15

Graphique 25 : L'évolution du taux de liquidité



Source : réalisé avec les données du tableau 24.

Du point de vue de la disponibilité de la liquidité, l'Algérie reste sensible à la volatilité du prix du pétrole ; elle est ainsi passée en quelques années seulement d'une situation où le système bancaire était menacé par une crise de pénurie de liquidité à une situation d'excès d'offre de liquidité.

Durant la période 1992-1993, la politique monétaire était expansionniste. Cela a conduit à l'augmentation du taux de liquidité de plus de 4% de fin 1991 à 1993. L'économie a pu résorber l'excès de liquidité. Le taux de liquidité est passé de 52,73% en 1993 à 38,9% en 1997.

L'augmentation du taux de liquidité en 2002 (63,94%) par rapport à l'année 2001 (58,05%) et à l'année 2000 (49,3%) est due au programme de croissance (2001-2004).

L'utilisation des instruments de la politique monétaire : reprises de liquidités et réserves obligatoires a permis de baisser la croissance monétaire. La poursuite de la baisse du taux d'expansion monétaire et la stabilité du taux de croissance du PIB explique la baisse du taux de liquidité de l'économie de 63,94%, 63,72% et 64,57% durant les années 2002, 2003 et 2004 à 55,11% en 2005.

La masse monétaire a augmenté de 71% entre 2008 et 2013 alors que le PIB en valeur ne l'a été que de 1,43% (2008-2012) de sorte que le ratio de liquidité est passé de 62,99% en 2008 à 68,15% en 2013.

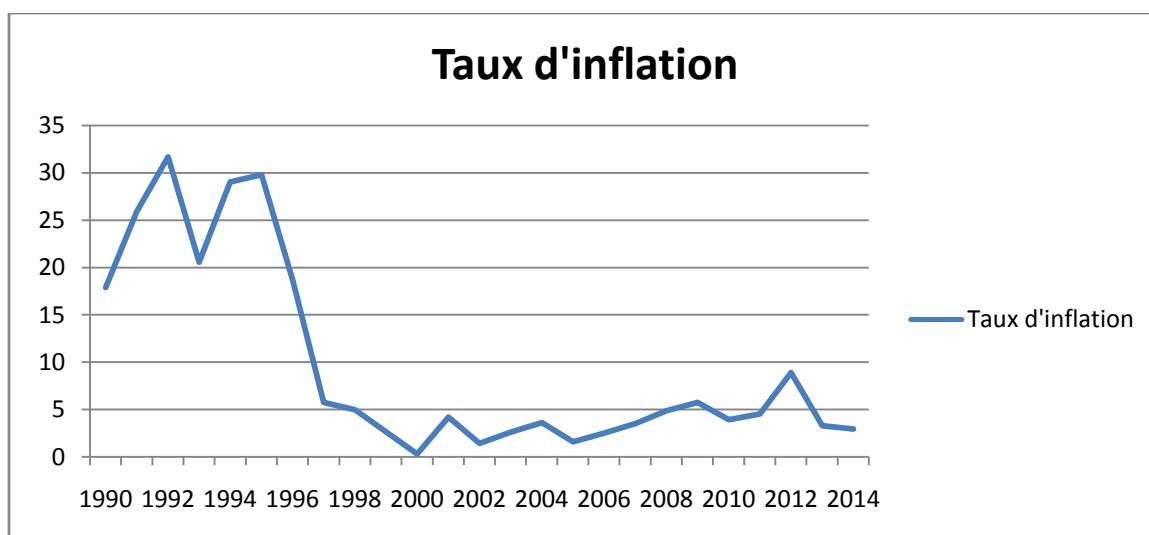
3.1.2/ Evolution du taux d'inflation

Tableau 25 : Evolution du taux d'inflation de 1970 à 2014 (en %)

Année	Taux d'inflation	Année	Taux d'inflation	Année	Taux d'inflation
1970	6,6	1985	10,5	2000	0,3
1971	2,6	1986	12,4	2001	4,2
1972	3,7	1987	7,4	2002	1,4
1973	6,2	1988	5,9	2003	2,6
1974	4,7	1989	9,3	2004	3,6
1975	8,2	1990	17,87	2005	1,6
1976	9,4	1991	25,89	2006	2,5
1977	12	1992	31,67	2007	3,5
1978	17,5	1993	20,54	2008	4,86
1979	11,3	1994	29,05	2009	5,74
1980	9,5	1995	29,78	2010	3,91
1981	14,7	1996	18,69	2011	4,52
1982	6,5	1997	5,73	2012	8,89
1983	6	1998	4,95	2013	3,26
1984	8,1	1999	2,64	2014	2,92

Sources : Bulletin statistique trimestriel de la Banque d'Algérie, n° 27 de septembre 2014, rapport du CNES, 26^e session plénière, rapports du FMI,

Graphique 26 : Evolution du taux d'inflation de 1990 à 2014



Source : Etabli à partir des données du tableau 25

L'objectif ultime de la politique monétaire, aussi bien durant la période de stabilisation et d'ajustement structurel (1994-1998) que durant la période de boom qui va suivre, a toujours été la lutte contre l'inflation et le maintien de la stabilité des prix. Cela s'est traduit par des résultats satisfaisants en matière de stabilisation des rythmes d'inflation depuis 1997 à ce jour.

Ainsi, la politique d'ajustement structurel menée en étroite collaboration avec le Fonds Monétaire International s'est traduite par l'encadrement de la masse monétaire et une baisse significative de la liquidité de l'économie, comme le montrent les données du tableau sur l'évolution de la liquidité de l'économie.

Après avoir été maîtrisée en 2000 (0,3%), l'inflation est remontée à 4,2% en 2001. Cette hausse s'explique par l'augmentation du salaire minimum garanti (SNMG), qui est passé de 6000 à 8000 dinars, et par la recapitalisation des banques qui a induit une surliquidité de l'économie. L'effet psychologique du lancement en avril 2001 du Programme de soutien à la relance économique (PSRE) peut être également un facteur explicatif.

La stabilité des prix à moyen terme a été réalisée, comme l'indique l'inflation de 1,4% en 2002. Le léger rebond de l'inflation en 2003, à 2,6%, fait suite à la hausse des prix pétroliers et des produits alimentaires. En 2004, le pays a enregistré une inflation de 3,6% en augmentation de un point par rapport à celle de 2003. Elle s'explique par l'accroissement de la consommation des ménages confortée par l'augmentation de leur revenu disponible. Le salaire minimum garanti avait augmenté de 25%, avec son incidence sur les revenus qui lui sont indexés.

En 2005, l'inflation a été de 1,6%, en recul de deux points par rapport à celle réalisée en 2004. Cette décélération s'explique par la baisse des prix des produits alimentaires, et le retour des prix pétroliers à leur niveau normal.

L'objectif ultime de la politique monétaire exprimée en terme de stabilité à moyen terme des prix, à savoir une inflation de 3% à moyen terme, a bien été atteint en 2006 où le taux d'inflation des prix à la consommation du Grand Alger s'est situé à 2,5% contre 1,6% en moyenne annuelle en 2005.

La conduite ordonnée de la politique monétaire au cours de l'année 2007, caractérisée par la poursuite de la reprise de l'expansion monétaire et des risques inflationnistes croissants, a permis de mener à bien la stratégie de l'objectif d'inflation. Le taux d'inflation de 3,5%, en

moyenne annuelle, pour 2007 est en phase avec l'objectif ultime de la politique monétaire, exprimé en terme de stabilité à moyen terme des prix autour d'un taux d'inflation de 3%.

Une politique monétaire prudente permet d'éviter le dérapage de l'inflation. L'inflation est maîtrisée, du fait de la politique monétaire de la Banque d'Algérie. Au cours de la période 2004-2010, l'inflation a été de l'ordre de 3,6% en moyenne annuelle. Dû à la pression exercée par l'augmentation des prix des denrées alimentaires, son taux a atteint 4,86% en 2008, 5,74% en 2009 et 3,91% en 2010. Le niveau de l'inflation connaît un léger accroissement en 2011, se situant autour de 4,52%, dû à la pression sur les prix des produits alimentaires importés.

Le phénomène inflationniste a émergé avec une acuité particulière en 2012, après une longue période d'inflation modérée. Après une tendance haussière, l'inflation a continué à décélérer, pour se situer à 3,26% en décembre 2013, son plus bas niveau depuis juillet 2007.

Après le « pic » de taux d'inflation de 2012 (8,89 %), sous l'effet de l'acuité de l'inflation endogène, le retour dès l'année 2013 de l'inflation au taux cible arrêté par le Conseil de la monnaie et du crédit est confirmé en 2014. L'inflation annuelle moyenne dans le Grand Alger (moyenne mobile sur 12 mois) s'est établie à 2,92 % en 2014 (3,26 % en 2013) contre 8,89 % en 2012 (4,52% en 2011 et 3,9 % en 2010), confirmant la désinflation qui a suivi le « pic » de l'année 2012. Elle est en phase avec la bonne performance en matière de tenue de l'inflation au cours des quinze dernières années.

La conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie qui est demeurée prudente, a contribué à cette bonne tenue de l'inflation en contexte d'excès structurel de liquidité sur le marché monétaire.

Les résultats obtenus en matière d'inflation sont largement satisfaisants, sans que l'on puisse les attribuer, pour autant, à la seule politique monétaire.

La situation favorable des finances publiques, dûe essentiellement à la bonne tenue des prix des hydrocarbures, et la relative prudence de la politique budgétaire y ont certainement contribué.

En dépit de l'augmentation du ratio de liquidité de l'économie, l'inflation est restée relativement modérée sur la période 2008-2014 à l'exception de l'année 2012.

Le bilan de l'exercice de la Banque d'Algérie est positif, et contribue à la stabilisation de la situation monétaire : faible inflation, baisse du ratio de liquidité et décélération de la croissance des contreparties à la création monétaire.

Enfin, tous ces résultats semblent indiquer que la politique monétaire a été efficace dans un contexte où, en dépit de l'abondance des ressources au niveau des banques, le ratio crédits à l'économie sur PIB est resté très faible. Ce qui laisse supposer un faible engagement des banques (publiques) en faveur du financement de l'économie résultant de difficultés réelles d'évaluation des risques et/ou un faible dynamisme des secteurs économiques (industries privées et publiques).

3.2/ Impact de la politique monétaire sur la stabilité des prix

L'impact de la politique monétaire sur la stabilisation des prix n'est pas mesuré, mais, on peut, cependant, faire appel à des concepts, tels que le multiplicateur monétaire et la vitesse de circulation de la monnaie, pour se faire une idée sur cet impact.

3.2.1/ Evolution de la vitesse de circulation de l'agrégat monétaire M2

Dans sa fonction de moyen d'échange, la monnaie passe d'un acheteur à un vendeur puis à un nouvel acheteur, etc. Sa vitesse de circulation caractérise la rapidité de ce mouvement. Elle est définie par le PIB nominal divisé par l'offre totale de monnaie : $V = \text{PIB} / M$.

La vitesse de circulation de la monnaie, calculée comme étant l'inverse du ratio ($M2/\text{PIB}$), peut nous renseigner sur l'inflation. Puisque la première est étroitement liée à la seconde. En effet, l'inflation s'explique dans plusieurs cas par un excès de liquidité, c'est à dire que la monnaie en circulation est beaucoup plus importante que les biens échangés dans cette économie. Par référence à la Théorie Quantitative de la Monnaie (TQM), notamment dans sa version de Pigou avec les hypothèses traditionnelles (constance de la vitesse de circulation), une augmentation de la monnaie en circulation entraîne un accroissement de la demande en biens et services, si cette demande ne s'accompagne pas par une hausse de la production alors les prix grimpent. Dès lors, une augmentation de la vitesse de monnaie en circulation, signifie que la monnaie déjà existante a servi à plusieurs transactions, ce qui a tendance à augmenter les pressions inflationnistes dans une économie.

On comprend dès lors que si la demande de monnaie n'est pas stable, la vitesse de circulation ne le sera pas non plus. Mais si la vitesse de circulation n'est pas stable, la Banque

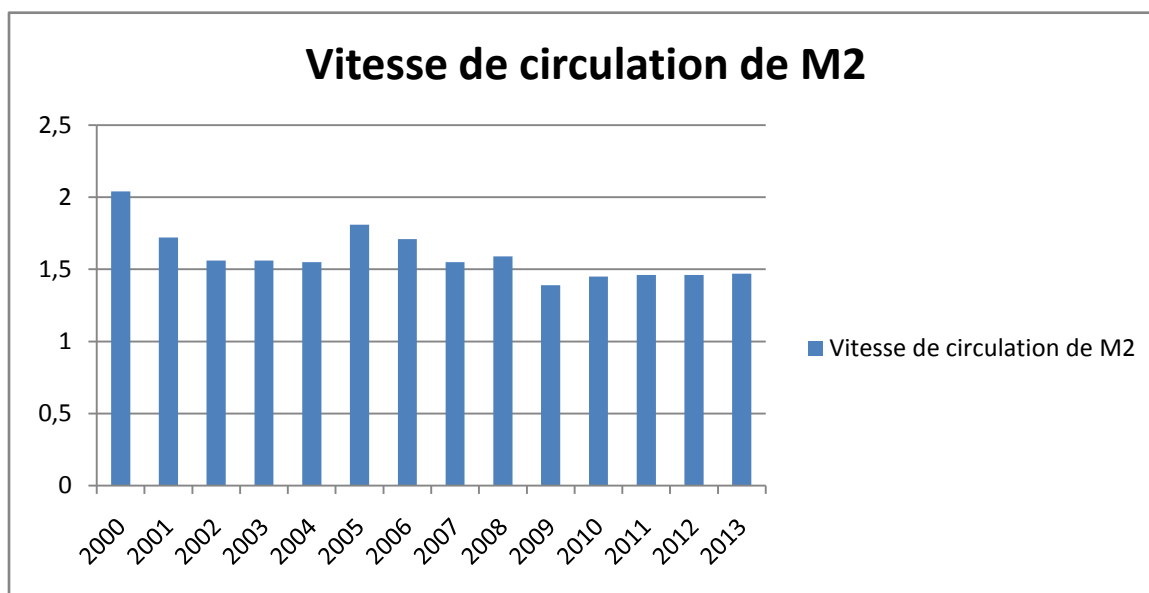
Centrale ne pourra pas contrôler les mouvements monétaires, et ne pourra pas par conséquent, prétendre contrôler l'inflation.

Tableau 26: L'évolution de la vitesse de circulation de M2 de 1970 à 2013 (PIB/M2)

Année	Vitesse de circulation de M2	année	Vitesse de circulation de M2	année	Vitesse de circulation de M2
1970	1,83	1985	1,30	2000	2,04
1971	1,79	1986	1,31	2001	1,72
1972	1,67	1987	1,21	2002	1,56
1973	1,69	1988	1,19	2003	1,56
1974	2,14	1989	1,37	2004	1,55
1975	1,82	1990	1,62	2005	1,81
1976	1,69	1991	2,07	2006	1,71
1977	1,67	1992	2,03	2007	1,55
1978	1,55	1993	1,90	2008	1,59
1979	1,60	1994	2,06	2009	1,39
1980	1,74	1995	2,51	2010	1,45
1981	1,75	1996	2,81	2011	1,46
1982	1,50	1997	2,57	2012	1,46
1983	1,41	1998	1,78	2013	1,47
1984	1,35	1999	1,81		

Source : réalisé à partir des données des tableaux 5 et 15

Graphique 27 : L'évolution de la vitesse de circulation de M2 de 2000 à 2013 (PIB/M2)



Source : Réalisé à partir des données du tableau 26.

Si on regarde les statistiques en la matière, on relève que pour la période 2000-2013, la vitesse de circulation PIB/M2 (constituée de monnaie fiduciaire, de dépôts à vue et de dépôts à terme) est passée de 2,04 en 2000 à 1,47 en 2013. Elle était stable entre 2001 et 2004 et beaucoup plus stable entre 2010 et 2013.

Globalement et pour toute la période, la vitesse de circulation a enregistré un mouvement à la baisse et une certaine stabilité ce qui indique que les agents économiques ont eu un comportement plutôt coopératif vis-à-vis de la politique monétaire. Ils ont accru leur demande de monnaie en constituant des encaisses (de précaution ou en vue de l'acquisition de biens durables : logements, véhicules...). Ce comportement de préférence pour la liquidité des agents économiques est favorable à la politique monétaire dans la mesure où l'effet éventuel de l'accroissement de la masse monétaire sur le niveau général des prix serait réduit. Ceci a permis à la Banque d'Algérie d'affirmer qu'elle a bien contrôlé la masse monétaire, ce qui a permis de contribuer de manière certaine à la stabilisation des prix et donc au contrôle de l'inflation et à la réalisation de l'objectif de la politique monétaire.

3.2.2/ Evolution du multiplicateur monétaire

Les implications de la politique monétaire sur le financement de l'économie peuvent être appréciées à travers le concept du multiplicateur monétaire et le multiplicateur de crédit.

Le multiplicateur monétaire est le rapport entre l'agrégat base monétaire (le total de la monnaie fiduciaire émis par la Banque Centrale) et la masse monétaire (M1 ou M2). Il indique les possibilités de création monétaire par les banques pour financer les crédits qu'elles octroient à leurs clients.

En effet, la banque ne peut créer de la monnaie (scripturale) et donc octroyer du crédit que si elle dispose de réserves en monnaie de base ou fiduciaire. Une fois qu'elle détient une quantité de cette monnaie, elle peut procéder à créer des dépôts pour financer les crédits mais après avoir mis de côté la somme exigée pour constituer la réserve obligatoire.

Les critiques des banques publiques quant aux préférences des ménages et des entreprises pour la monnaie fiduciaire, qui sont à l'origine, selon eux, des faiblesses enregistrées au niveau de la collecte des dépôts bancaires, paraissent ainsi justifiées. De même, une large majorité de cette catégorie de clients a tendance à utiliser très partiellement les instruments de la monnaie scripturale qui s'avèrent bénéfiques au plan de la limitation des ressources liquides sur le marché.

Aussi la réhabilitation de ces instruments comme moyens de paiements et, partant, une manipulation beaucoup moins importante des liquidités, va contribuer à la diminution du recours à la monnaie fiduciaire et à l'amélioration de la bancarisation de l'économie, qui émerge comme élément indispensable pour la maîtrise et la canalisation des flux d'épargne domestique. Pour pouvoir canaliser les disponibilités monétaires et renforcer leur maîtrise et, partant, leur impact sur l'évolution de l'économie réelle, il convient de rétablir la confiance dans les moyens de paiements.

Il importe de préciser par ailleurs que le multiplicateur monétaire donne le nombre moyen d'unités de monnaie scripturale créées par la banque pour chaque unité de monnaie de réserve détenue. Ainsi, si la valeur du multiplicateur est de 4, cela veut dire que pour chaque unité de monnaie fiduciaire émise par la Banque Centrale, le système bancaire primaire a créé 3 unités de monnaie scripturale ; la quatrième étant de la monnaie fiduciaire ayant servi à leur création, puisqu'elle est incluse dans la masse monétaire utilisée dans le calcul.

Tableau 27 : Evolution du multiplicateur monétaire et du multiplicateur de crédit en Algérie de 1990 à 2014

Année	Multi. M2	Multi. Crédit (économie)	Année	Multi. M2	Multi. Crédit (économie)
1990	2,5	1,8	2002	3,43	1,50
1991	2,6	2,0	2003	2,91	1,20
1992	2,6	2,1	2004	3,22	1,32
1993	2,5	0,9	2005	3,57	1,53
1994	3,1	1,3	2006	3,69	1,43
1995	3,1	2,2	2007	3,5	-
1996	3,0	2,5	2008	3,6	-
1997	3,0	2,1	2009	3,2	-
1998	3,9	2,2	2010	3,2	-
1999	4,0	2,6	2011	3,2	-
2000	3,68	1,81	2012	3,0	-
2001	3,18	1,40	2013	2,9	-
			2014	2,9	-

Sources : BA, FMI, rapport du CNES

Si l'on regarde les statistiques, on remarque que le multiplicateur monétaire (M2) et celui du crédit ne sont pas stables. Le multiplicateur monétaire est passé de 3,7 en 2000 à 3,0 en 2012. Il était stable de 2005 à 2008 (3,6%), puis il a baissé à 3,2 en 2009 et il est resté parfaitement stable jusqu'à 2011.

Si on prend l'exemple de quelques années, on observe ce qui suit :

Concernant l'année 2012, le taux de croissance objectif de la masse monétaire était de 10,5 à 12%. Ainsi, la masse monétaire devait se situer entre 10971,77 et 11120,7 milliards de dinars. Dans la réalité, le taux de croissance de M2 était de 10,94%. Elle est passée de 9929,2 MdDA en 2011 à 11015,1 MdDA en 2012.

Si l'on part de l'hypothèse de stabilité du multiplicateur monétaire qui était de 3,2 en 2011, la base monétaire devait se situer entre 3428,7 et 3475,22 MdDA en 2012. Cette dernière était de 3709,2 MdDA contre 3137,9 MdDA en 2011. Soit une hausse de 18,17%. Par conséquent le multiplicateur monétaire a diminué en passant de 3,2 en 2011 à 3,0 en 2012 car le taux de croissance de la base monétaire est supérieur à celui de M2.

En 2013, la masse monétaire devait évoluer de 9 à 11%. Dans la réalité elle a augmenté de 8,41% (11941,5 MdDA en 2013 contre 11015,1 MdDA en 2012). Concernant la base monétaire, elle est passée de 3709,2 MdDA en 2012 à 4137,8 MdDA en 2013. Soit une hausse de 11,55%, d'où la baisse du multiplicateur monétaire de 3,0 en 2012 à 2,9 en 2013.

En observant ce qui précède, on peut dire que la relation entre la base monétaire et la masse monétaire n'est pas stable, ce qui est exprimé par l'instabilité du multiplicateur monétaire. Donc il peut pas être un instrument fiable de conduite de la politique monétaire. Par conséquent, il n'est pas évident que la Banque d'Algérie ait pu contrôler les mouvements de la masse monétaire à l'aide de la base monétaire.

On peut faire le même constat en ce qui concerne les crédits à l'économie. La relation entre les crédits à l'économie et la base monétaire est plus instable que dans le cas de la masse monétaire. Donc il n'est pas évident de pouvoir prévoir et contrôler les mouvements du crédit par la base monétaire.

Cette situation est due à l'importance de réserves libres dont disposent les banques et qu'elles peuvent utiliser pour couvrir leurs opérations de crédits. Le montant de ces réserves était de 45,72 milliards de dinars en 2009. Il est passé à 78,22 milliards de dinars en 2010 soit une augmentation de 71,08%. Et de 2012 à 2013 elles sont passées de 75,01 milliards de dinars à 78,02 milliards de dinars, soit une hausse de 4,01%. Cela veut dire que les banques n'exagèrent pas dans l'octroi de crédits. Donc malgré l'importance des ressources stables des banques, leur contribution au financement de l'économie ne s'est pas améliorée.

L'explication de l'insuffisance de réponse des banques aux besoins de financement de l'économie est la pratique du rationnement de crédit.²⁴¹

Ce comportement de rationnement de crédit peut avoir deux raisons. La première est liée à l'asymétrie d'information²⁴². Et la seconde concerne les banques elles mêmes. Les capacités de traitement de ces dernières sont limitées par l'insuffisance ou l'absence de personnels qualifiés en matière d'appréciation et d'évaluation des risques. Par conséquent, les banques adoptent la restriction de l'octroi de crédits. Elles préfèrent placer une part importante de leurs ressources essentiellement auprès de la Banque centrale et secondairement auprès du Trésor.

On constate que les deux multiplicateurs ont évolué à la baisse, ce qui a conforté la politique monétaire puisque les banques créaient relativement de moins en moins de monnaie. Cela veut dire également que les banques octroyaient relativement de moins en moins de crédit et qu'elles ne financent pas suffisamment l'économie.

3.3/ L'indépendance de la Banque d'Algérie :

L'autonomie ou l'indépendance de la Banque Centrale est comprise dans le sens d'une autonomie vis-à-vis de l'Exécutif et se rapporte à la conception et la conduite de la politique monétaire.

Au plan fonctionnel, quelque soit l'objectif confié à la politique monétaire, celle-ci agit par l'intermédiaire de la monnaie de base émise par la Banque Centrale à laquelle est généralement confiée la conduite de la politique monétaire.

²⁴¹ ILMANE Mohamed-Chérif, « Efficacité de la politique monétaire en Algérie : (1990-2006). Une appréciation critique, octobre 2007, p 21.

²⁴² Les demandeurs de crédits ne présentent pas de bons dossiers et ne donnent pas suffisamment d'informations sur leurs affaires et leurs patrimoines.

De ce fait, la Banque Centrale doit jouir d'une autonomie suffisante vis-à-vis de l'Exécutif et des pouvoirs publics en général afin de pouvoir contrôler l'instrument de sa politique : l'offre de la monnaie de base et partant, l'offre globale de la monnaie.

A ce propos, trois auteurs : Cukierman, Webb²⁴³ et Neyapti²⁴⁴ (revue de la Banque Mondiale n°3, Vol. 6, 1992) ont confectionné une matrice de 16 critères susceptibles de donner une mesure ou un indice de cette autonomie.

Ces critères sont regroupés en quatre catégories avec une pondération pour chacune, soit :

- 1- Nomination et longueur du mandat du Gouverneur.....20% ;
- 2- Formulation de la politique monétaire.....15% ;
- 3- Importance relative de l'objectif de la stabilité des prix.....15% ;
- 4- Existence ou non de la possibilité d'accorder des avances à l'Etat.....50%.

Maintenant, nous allons examiner l'autonomie de la BA à l'aide de cette grille d'évaluation.

- **La nomination et le mandat du gouverneur :**

Le gouverneur est nommé par décret du Président de la République pour un mandat de six ans renouvelable une fois. Il est mis fin à ses fonctions dans les mêmes formes. Il ne peut être mis fin à ses fonctions que dans le cas d'incapacité dûment constatée ou de faute lourde (article 22, alinéa 3).

Les mêmes dispositions s'appliquent pour les trois Vice-Gouverneurs, exceptée la durée du mandat qui se réduit à cinq ans.

Quant au trois membres externes du Conseil de la Monnaie et du Crédit, ils sont nommés par le Chef du Gouvernement. Ils n'ont pas de mandat.

²⁴³ Steven Webb a travaillé à la Banque Mondiale pendant 23 ans. Il a travaillé à recherche, évaluation et opérations, en Amérique Latine, The Caribbean, et autres régions. Ses spécialités concernent l'économie politique, décentralisation et finance publique.

²⁴⁴ Bilin Neyapti, professeur d'économie à l'Université Bilkent, Ankara, Turquie. Domaines de spécialisation : Macroéconomie, institutions et développement.

- La formulation et la conduite de la politique monétaire

On a vu que le Conseil de la Monnaie et du Crédit est investi de pouvoirs étendus en matière de l'activité bancaire (article 44 et 45). Au titre de l'article 44, il édicte des règlements. Avant sa promulgation par le gouverneur, le projet de règlement est communiqué, dans les deux jours de son approbation par le Conseil de la Monnaie et du Crédit, au Ministre chargé des finances. Celui-ci dispose d'un délai de trois jours pour faire part de son avis. En cas de non réponse dans les délais, le règlement est adopté. Au cas où le ministre chargé des finances demande des modifications, il les communique, dans les délais, au Gouverneur qui doit réunir le Conseil de la Monnaie et du Crédit dans les deux jours qui suivent. La nouvelle décision du Conseil de la Monnaie et du Crédit est exécutoire (article 46). Le ministre chargé des finances dispose du droit de recours en annulation devant la chambre administrative de la Cours suprême (article 48).

Par ailleurs, la loi oblige le Gouvernement à consulter la Banque Centrale sur tout projet de loi ou de règlement touchant aux finances ou à la monnaie. En retour, la Banque Centrale peut proposer au Gouvernement toute mesure de nature à exercer une action favorable sur la balance des paiements, les prix, les finances publiques etc. (article 56).²⁴⁵

- La place de la stabilité des prix parmi les objectifs de la politique monétaire :

Comme on l'a vu dans les objectifs de la politique monétaire, la stabilité des prix figure en très bonne position parmi les missions de la Banque Centrale. (article 55).

- La possibilité d'accorder ou non des avances au Trésor :

La Loi sur la monnaie et le crédit n'écarte pas le financement du déficit public qu'il soit direct (avances ou découverts en compte courant) ou indirect (via les effets publics et le CCP), mais le limite dans son montant et dans sa durée.

Le financement direct est limité à 10% des recettes ordinaires de l'Etat constatées au cours de l'exercice budgétaire écoulé ; quant au financement indirect, il est plafonné, à tout moment, à 20% de ces recettes.

La durée du financement direct est limité à un maximum de 240 jours et, dans tous les cas, les dites avances sont remboursées avant la fin de chaque exercice. Quant à la durée du financement indirect, les effets publics concernés doivent avoir moins de six mois à courir.

²⁴⁵ CNES, « Regards sur la politique monétaire en Algérie », 26^e session plénière, p 61.

Enfin, le solde créditeur du compte courant postal de la Banque Centrale doit répondre à ses stricts besoins.²⁴⁶

Au vu de tous ces éléments, quel serait le degré d'autonomie de la Banque d'Algérie ?

En 1996, le Fonds Monétaire Arabe, sur la base des critères précédents, a procédé à une évaluation de l'autonomie de Banques Centrales de onze pays arabes, parmi elles la Banque d'Algérie qui a obtenu le score suivant :

- Pour le premier critère..... $0,708 \times 0,20 = 0,1416$;
 - Pour le deuxième critère..... $0,500 \times 0,15 = 0,0750$;
 - Pour le troisième critère..... $0,800 \times 0,15 = 0,1200$;
 - Pour le quatrième critère..... $0,320 \times 0,50 = 0,1600$.
- Total.....0,4966**

Avec cette note, la Banque d'Algérie se place en quatrième position après la Banque du Liban (0,603), de l'Agence monétaire de l'Arabie Saoudite (0,502) et de la Banque centrale d'Egypte (0,500), mais devant la Banque centrale de Tunisie (0,430) et de la Banque El-Maghrif du Maroc (0,375). Ainsi, le niveau d'indépendance légale dont jouit la Banque d'Algérie est appréciable.

Cependant, la modification de la loi 90-10 en 2001 et son remplacement en 2003 ont réduit ce degré d'autonomie.

En effet, l'article 13 de l'ordonnance 01-01 du 27/02/2001 abroge les dispositions de l'article 22 de la loi 90-10 relatives aux mandats du Gouverneur et des Vice-Gouverneurs et aux conditions de mettre fin à leurs fonctions.

Aussi, l'article 10 de la même ordonnance ajoute au Conseil de la Monnaie et du Crédit trois membres externes²⁴⁷ mettant ainsi la Banque Centrale en position minoritaire. Par conséquent, la Banque d'Algérie perd 20% de son autonomie.

²⁴⁶ ILMANE Mohamed chérif, « Indépendance de la Banque centrale d'une économie en transition : le cas de la Banque d'Algérie », p 25.

²⁴⁷ Le choix de ces trois personnalités a été porté sur deux Professeurs d'économie et le Secrétaire Général de l'Association des Banques et des Etablissements Financiers.

L'ordonnance 03/11 du 26/08/2003 porte un coup supplémentaire à cette autonomie en ajoutant une disposition dans l'alinéa 3 de l'article 46 selon laquelle : « La Banque d'Algérie est autorisée, également, à consentir exceptionnellement au Trésor public une avance destinée exclusivement à la gestion active de la dette publique extérieure ».

Cette disposition réduit à néant la note en la matière : c'est-à-dire 50% de la note globale, puisqu'elle permet le financement, par l'impôt d'inflation, du déficit budgétaire qui pourrait apparaître lorsque les ressources budgétaires ne suffisent pas à couvrir les dépenses ordinaires et le service de la dette publique interne.

Dans son bulletin de conjoncture (N° 27 – Mars 2007) sur les « tendances monétaires et financières au second semestre de 2006 », la Banque d'Algérie révèle ce qui suit : « La situation monétaire consolidée montre que le Trésor public est créancier net du système bancaire, vu l'importance du Fonds de régulation de recettes. Cependant, pour les remboursements par anticipation de la dette de rééchelonnement, il importe de souligner que le Trésor a recouru aux avances exceptionnelles de la Banque d'Algérie dont le montant s'élève à 627,8 milliards de dinars à fin décembre 2006. En conséquence, une partie de la dette extérieure de rééchelonnement a été transformée en dette intérieure du Trésor à l'égard de la Banque d'Algérie, sans ponction sur le fond de régulation. Ce qui augmente la dette publique intérieure ».

Dans la pratique, l'indépendance de la Banque d'Algérie peut être plus ou moins concrétisée selon la situation politico-économique prévalent et surtout, selon la personnalité du Gouverneur et de celle du Chef de l'Exécutif et / ou du Ministre des Finances ainsi que de l'arbitrage du premier Magistrat à qui revient la décision en dernière instance.

Ainsi, il ne reste à la Banque d'Algérie qu'une partie de l'indépendance économique relative au choix des instruments de la politique monétaire. Aussi, la Banque d'Algérie a pris la liberté politique en ne prenant en charge que la stabilité des prix comme objectif final de la politique monétaire²⁴⁸.

²⁴⁸ ILMANE, M.C, « Indépendance de la Banque centrale d'une économie en transition : le cas de la Banque d'Algérie », p 34.

Conclusion du chapitre V :

Enfin, on peut dire que, malgré la situation d'excès de liquidité des banques publiques qui s'expliquent par :

- L'augmentation de la contrepartie dinar des avoirs extérieurs nets ;
- Les fuites du circuit du Trésor vers les banques en raison de l'augmentation des dépenses publiques d'équipement,
- La recapitalisation des banques et le rachat des créances non performantes des Entreprises Publiques Economiques par le Trésor ; les crédits à l'économie n'ont pas énormément augmenté.

L'inflation (mesurée par l'Indice des prix à la consommation) a progressé en moyenne sur la période de 5,2% (4,6% hors l'année 2012). Ce qui semble indiquer que la politique monétaire a été efficace dans un contexte où, en dépit de l'abondance des ressources au niveau des banques, le ratio crédits à l'économie sur PIB est resté très faible.

Cependant, il ne s'agit pas d'un résultat de la seule politique monétaire. Le rationnement quantitatif des crédits exercé par les banques, malgré l'importance de leurs réserves libres, ainsi que la prudence de la politique budgétaire ont beaucoup contribué dans la réalisation de ces résultats.

CONCLUSION GENERALE

Le but principal de notre travail de recherche étant une approche critique de l'efficacité de la politique monétaire en Algérie. De ce travail de recherche découle les conclusions suivantes :

- 1- La période 1962-1970 est caractérisée par la récupération du pouvoir monétaire et l'algérianisation du système bancaire.

Les pouvoirs publics avaient mis, au cours de cette période, la Banque Centrale d'Algérie, à contribution, pour assurer le financement du secteur agricole autogéré et des entreprises industrielles autogérées et prendre en charge le financement du déficit budgétaire par recours à la planche à billets avec toutes ses conséquences.

A ce titre, il est important de souligner que le système bancaire hérité de la colonisation était exclusivement composé de filiales de banques étrangères obéissant nécessairement aux orientations de leurs sièges en matière de politique de financement et dont le principal souci consisterait à rentabiliser leurs activités jugées complémentaires par rapport à l'économie métropolitaine et ce n'est pas un fait du hasard que le secteur bancaire de l'époque était concentré principalement dans le Nord du pays et plus particulièrement au niveau des grands ports.

- 2- A partir de 1970, on assiste à une révision du rôle et du statut de la monnaie, de la Banque Centrale, des banques commerciales et à la mise en place d'une gestion centralisée de l'économie.

La politique monétaire, mise en œuvre de 1970 à 1989, faisait partie intégrante de la planification financière et ce, eu égard à la gestion administrée de l'économie nationale. La Banque Centrale était tout simplement confiné dans un rôle de régulation.

En effet, à partir de 1970, s'est dégagée la nécessité de renforcer le rôle stratégique du secteur bancaire et financier dans le domaine de la planification financière. La réforme de 1970 a confié aux banques publiques la gestion et le contrôle des opérations financières des entreprises publiques économiques. Le mode et la pratique de financement de l'économie algérienne, durant toute la période de l'économie administrée, où le crédit bancaire représentait la totalité du financement de l'activité économique, ont occasionné une situation inflationniste galopante.

- 3- A partir de 1990, on assiste à un changement d'approche. Avec la loi 90-10 du 14/04/1990, la Banque Centrale d'Algérie trouve son indépendance, les banques, leur autonomie vis-à-vis de l'acte de gestion, le Trésor public reprend ses fonctions traditionnelles et abandonne l'activité de banque et la politique monétaire récupère ses instruments traditionnels.

La période 1990-1993 est caractérisée par une inflation élevée. Cette inflation est alimentée par un déficit budgétaire accru accompagné d'une croissance excessive de la masse monétaire M2.

Avec la signature de l'accord Stand By avec le Fonds Monétaire International et la mise en place du programme de stabilisation économique en 1994 et du programme d'ajustement structurel en 1995, les pouvoirs publics, en Algérie, ont été contraints d'adopter une autre approche en matière de politique monétaire, approche qui ne diffère en rien de celle préconisée par le courant monétariste avec comme objectif final, la stabilité des prix et comme objectif intermédiaire, une action sur les agrégats monétaires.

Ainsi, entre 1994 et 1995, l'inflation a été stabilisée à un niveau élevé entre 29 à 30%.

Cette politique monétaire a permis, aussi, en l'espace de 3 ans (1995-1998), de faire baisser le taux d'inflation de 30% à 5%.

Au total, la politique monétaire, soutenue par une politique budgétaire prudente, elle-même accompagnée par une politique de taux de change et une conjoncture pétrolière favorables, a permis non seulement de stabiliser les prix (1994-1995), mais surtout de réduire sensiblement le niveau des prix et de le stabiliser (1996-1997).

- 4- A partir de 1999, avec l'avènement d'une situation favorable sur les marchés pétroliers suite notamment au relèvement substantiel du cours du baril de pétrole, le système bancaire algérien est passé d'une situation de pénurie de liquidité à une situation d'excès de liquidité.

Le recours au refinancement, des banques à la Banque Centrale, est devenu désuet.

La situation d'excès de liquidité des banques publiques s'explique par :

- L'augmentation de la contrepartie dinar des AEN ;
- Les fuites du circuit du Trésor vers les banques en raison de l'augmentation des dépenses publiques d'équipement,
- La recapitalisation des banques et le rachat des créances non performantes des Entreprises Publiques Economiques par le Trésor ; les crédits à l'économie n'ont pas énormément augmenté.

Pour éponger cette surliquidité et donc maintenir le taux d'inflation à un niveau acceptable, la Banque d'Algérie a inventé de nouveaux instruments qu'on pourrait taxer d'instruments indirects de la politique monétaire : la technique de la reprise de liquidités sur le marché monétaire, la facilité de dépôt rémunéré et le système des réserves obligatoires. Grâce à l'utilisation de ces instruments, l'inflation est restée, jusqu'à aujourd'hui, relativement modérée. (Environ 5% en 2015).

Mais les résultats obtenus, en matière de lutte contre l'inflation, même s'ils sont satisfaisants, ne peuvent être attribués, en aucun cas, à la seule politique monétaire. La prudence dans la gestion budgétaire y est également, pour beaucoup, dans la réalisation de ces résultats. Les pouvoirs publics, au cours de ces dernières années, ont adopté une politique budgétaire prudente.

La politique monétaire a été efficace dans un contexte où, en dépit de l'abondance des ressources au niveau des banques, le ratio crédits à l'économie sur PIB est resté très faible. Ce qui s'explique par un faible engagement des banques en faveur du financement de l'économie résultant de difficultés réelles d'évaluation des risques et un faible dynamisme des secteurs économiques.

Aussi, un autre facteur qui a contribué à la bonne tenue de l'inflation, est le fait que l'indice des prix à la consommation (IPC) ne capte pas assez l'évolution des prix à la consommation en raison du non renouvellement régulier du panier de référence. De même, pour les biens de consommation de base (pain, lait,...), les prix considérés sont ceux administrés alors que les prix d'une grande partie des produits offerts (pains améliorés, laits autres que celui en sachets) sont plus élevés.

Par ailleurs, le ciblage de l'inflation ne doit, en aucun cas, être la seule priorité économique pour le pays. Le maintien à tout prix d'un faible taux d'inflation à travers une politique de restriction monétaire risque d'être fatal pour la croissance économique et ne peut, en aucun cas, témoigner d'une bonne santé de l'économie.

La politique monétaire doit également orienter son action vers les aspects institutionnels : améliorer davantage l'intermédiation bancaire et la supervision et faire en sorte, notamment pour l'Algérie, à ce que la création de monnaie profite davantage à l'économie réelle et de moins en moins à l'informel.

Avec la mondialisation, la Banque d'Algérie a intérêt à instrumenter les banques vers l'adoption d'une attitude très prudente en matière de couverture de risque de change et à axer principalement leur action vers une meilleure transformation des ressources.

Table des matières

Le thème : Efficacité de la politique monétaire en Algérie : une appréciation critique

Remerciements

Résumé

Sommaire

Introduction générale 1

CHAPITRE I :

Les fondements théoriques de la politique monétaire..... 11

Introduction..... 11

SECTION 1 : De la monnaie richesse mercantiliste à la super neutralité classique..... 12

1.1/ Naissance paradoxale de la première théorie quantitative de la monnaie sous le mercantilisme..... 12

1.1.1/ Le mercantilisme ou l'interventionnisme étatique par la théorie du commerce extérieur et la maximisation du stock d'or..... 12

1.1.2/ Les limites des théories quantitative, du commerce extérieur et du taux d'intérêt mercantiliste : le génie critique Cantillon..... 14

1.2/ Les classiques reprennent à leur compte la théorie quantitative..... 15

1.2.1/ Le libéralisme fondé sur la neutralité de la monnaie..... 15

1.2.2/ Le débat Currency school Banking school : pour ou contre la théorie quantitative ? 21

SECTION 2 : De Marx aux néoclassiques 25

2.1/ Les apports de Marx à la théorie monétaire et financière 25

2.1.1/ La nature de la monnaie et les hésitations théoriques de Marx..... 25

2.1.2/ La monnaie marchandise « équivalent général » 25

2.1.3/ Ebauche par Marx d'une théorie monétaire et financière 28

2.2/ De la neutralité néoclassique aux effets réels transitoires des dissidents Wicksell et Hayek.....	29
2.2.1/ La théorie néoclassique traditionnelle : de Léon Walras à Alfred Marshall et l'école de Cambridge, en passant par Irving Fisher.....	29
2.2.2/ La monnaie active mais nocive des libéraux des différentes « théories monétaires du cycle ».....	34
SECTION 3 : De la réforme de la théorie monétaire de Keynes à la contre-réforme néo-libérale.....	39
3.1/ Keynes et les keynésiens.....	40
3.1.1/ Les hésitations de Keynes concernant la théorie monétaire et la théorie autocritiquée du Treatise on money.....	40
3.1.2/ La monnaie évacuée du circuit des biens et services.....	41
3.1.3/ Le rôle de la politique monétaire dans le modèle keynésien.....	42
3.1.4/ La théorie monétaire de la théorie générale.....	46
3.2/ La politique monétaire selon les monétaristes.....	60
3.2.1/ La théorie du revenu permanent de Milton Friedman.....	61
3.2.2/ La critique de la courbe de Phillips par Friedman (1968).....	62
3.2.3/ La politique monétaire des monétaristes.....	63
3.2.4/ Les néo-libéraux post-monétaristes : La Nouvelle Ecole Classique des « anticipations rationnelles ».....	65
Conclusion du chapitre I.....	68
CHAPITRE II	
La conduite de la politique monétaire.....	70
Introduction	70
SECTION 1 : La pluralité des objectifs possibles.....	71
1.1/ L'objectif final de la politique monétaire	72
1.1.1/ Les coûts de l'inflation.....	74

1.1.2/ Les avantages de la stabilité des prix	82
1.2/ Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire.....	85
1.2.1/ La surveillance du rythme de croissance des agrégats monétaires.....	86
1.2.2/ Le niveau des taux d'intérêt.....	90
1.2.3/ Le taux de change.....	91
1.3/ L'Evolution du concept d'objectif intermédiaire.....	92
1.3.1/ « Rules versus discretion ».....	93
1.3.2/ De nouveaux types d'objectifs intermédiaires, les deux piliers.....	95
SECTION 2 : Mécanismes de transmission.....	97
2.1/ Le canal des taux d'intérêt	97
2.1.1/ Canal des taux d'intérêt et courbe des taux	97
2.1.2/ Le canal classique des taux d'intérêt	99
2.1.3/ Le canal du coût du crédit.....	102
2.2/ Le canal des prix des actifs réels et financiers.....	102
2.2.1/ Le canal du taux de change	103
2.2.2/ Le canal des autres prix d'actifs	104
2.3/ Le canal du crédit	106
2.3.1/ Facteurs affectant l'offre de crédit.....	106
2.3.2/ Facteurs affectant la demande de crédit : Le canal du bilan	109
2.4/ Le canal des anticipations	111
SECTION 3 : Les instruments de la politique monétaire	113
3.1/ Les actions directes.....	113
3.1.1/ La politique d'action directe sur le crédit	113
3.1.2/ Le contrôle des changes	118
3.2/ Les actions indirectes : les actions sur la liquidité bancaire	119

3.2.1/ Le réescompte	120
3.2.2/ L'open-market.....	123
3.2.3/ Les facilités permanentes	129
3.2.4/ Les réserves obligatoires.....	131
Conclusion du chapitre II.....	137
CHAPITRE III :	
Crédibilité et transparence de la politique monétaire.....	137
Introduction	137
SECTION 1 : La crédibilité, facteur d'efficacité de la politique monétaire.....	139
1.1/ Pourquoi la question de la crédibilité de la politique monétaire se pose-t-elle ?	139
1.2/ Les avantages de la crédibilité.....	142
1.3/ L'acquisition de la crédibilité.....	143
1.3.1/ Les solutions au biais inflationniste (les moyens de renforcer la crédibilité)	146
1.3.2/ Discussion.....	147
1.4/ Modes d'intervention de la banque centrale.....	148
1.4.1/ La politique discrétionnaire	149
1.4.2/ La poursuite d'une règle	150
1.5/ Mesures de la crédibilité	152
1.5.1/ Dynamique des prix et des salaires	153
1.5.2/ Indicateurs des marchés financiers et données d'enquête	155
SECTION 2 : Indépendance, facteur de crédibilité	159
2.1/ L'indépendance de la Banque centrale	160
2.1.1/ Situation au début des années 1980	160
2.1.2/ L'évolution des esprits	162

2.1.3/ L'indépendance de la banque centrale dans les faits	164
2.2/ Mesures de l'indépendance de la banque centrale	167
2.3/ Les effets macroéconomiques	169
2.4/ La responsabilité de la banque centrale	172
SECTION 3 : Communication et transparence.....	174
3.1/ Les arguments en faveur de la transparence	174
3.2/ Les raisons de limiter la transparence	180
3.2.1/ Surprises d'inflation.....	180
3.2.2/ Réduction du bien-être.....	181
3.2.3/ Préservation de l'indépendance	181
3.3/ Classification de la transparence	181
3.3.1/ Transparence sur les objectifs et la stratégie	181
3.3.2/ Transparence de l'analyse économique	182
3.3.3/ Transparence de la décision	182
3.3.4/ Transparence sur les orientations	182
3.4/ Les différentes formes de communication des banques centrales	184
3.4.1/ Autour des décisions de politique monétaire	185
3.4.2/ En dehors de la fenêtre d'annonce des décisions de politique monétaire	185
3.5/ Effets de la transparence	186
3.5.1/ Anticipation de la trajectoire future des taux officiels.....	186
3.5.2/ Réaction des marchés financiers	187
3.5.3/ Effets sur l'économie	188
3.6/ L'efficacité de la politique monétaire dans un monde financier en mutation	189
Conclusion du chapitre III	203

CHAPITRE IV

Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie.....	204
Introduction	204
SECTION 1 : Cadre légal de la politique monétaire en Algérie	205
1.1/ Evolutions historiques	205
1.2/ Les dispositions de l'ordonnance sur la monnaie et le crédit.....	215
1.2.1/ La surveillance des systèmes de paiement	215
1.2.2/ La transposition des normes comptables internationales	216
1.2.3/ Le renforcement de la supervision bancaire	216
1.2.4/ La condition relative au capital minimum	216
1.2.5/ Le statut de l'établissement financier.....	216
1.2.6/ Le régime des prises de participation.....	217
1.2.7/ Les organismes exclus de la législation bancaire.....	217
1.2.8/ Les opérations de trésorerie de groupe.....	217
1.2.9/ Les conventions réglementées et les opérations normales.....	218
1.2.10/ Le retrait du Trésor public de la caisse de garantie des dépôts.....	218
1.2.11/ Le droit au compte	218
1.2.12/ Le renforcement de la coopération avec les autorités monétaires étrangères.....	218
1.3/ Les principes du système bancaire algérien posés par l'ordonnance 03-11 relative à la monnaie et au crédit.....	219
1.3.1/ Les privilèges accordés aux banques et établissements financiers.....	219
1.3.2/ Large délégation de pouvoirs aux autorités monétaires.....	219
1.3.3/ Séparation entre l'autorité de réglementation et l'autorité de supervision.....	220
1.4/ La Banque d'Algérie et les banques et établissements financiers (agrés au	

02 janvier 2013)	220
1.4.1/ Présentation de la Banque d'Algérie.....	220
1.4.2/ Les banques et établissements financiers	225
SECTION 2 : Contexte macroéconomique interne de la politique monétaire en Algérie	229
2.1/ La croissance économique.....	229
2.2/ Les finances publiques	240
SECTION 3 : Contexte macroéconomique externe de la politique monétaire en Algérie	250
3.1/ La balance des paiements	250
3.1.1/ Présentation de la balance des paiements algérienne	250
3.1.2/ Structure de la balance des paiements algérienne	251
3.2/ Réserves de change	262
3.3/ La dette extérieure	267
Conclusion du chapitre IV	272
CHAPITRE V :	
Efficacité de la politique monétaire en Algérie	273
Introduction	273
SECTION 1 : Evolution des agrégats et des indicateurs monétaires en Algérie.	274
1.1/ Monnaie et flux de liquidités	274
1.2/ L'évolution des agrégats monétaires	279
1.2.1/ La masse monétaire (M2)	279
1.2.2/ Les avoirs extérieurs nets	281
1.2.3/ Le crédit intérieur	284
1.3/ Les indicateurs monétaires	288
1.3.1/ Contreparties de la masse monétaire	288
1.3.2/ Structure de la masse monétaire en Algérie	289

SECTION 2 : La conduite de la politique monétaire en Algérie.....	295
2.1/ Conduite de la politique monétaire durant la période 1962-1989.....	296
2.1.1/ La sous période 1962 – 1970.....	296
2.1.2/ La sous période 1970-1989	297
2.2/ Conduite de la politique monétaire en Algérie de 1990 à 2000	299
2.3/ Conduite de la politique monétaire en Algérie depuis 2000.....	310
SECTION 3 : Appréciation critique de l’efficacité de la politique monétaire en Algérie	326
3.1/ Evolution du taux de liquidité de l’économie et du taux d’inflation	327
3.1.1/ Evolution du taux de liquidité de l’économie	327
3.1.2/ Evolution du taux d’inflation	329
3.2/ Impact de la politique monétaire sur la stabilité des prix	329
3.2.1/ Evolution de la vitesse de circulation de l’agrégat monétaire M2.....	332
3.2.2/ Evolution du multiplicateur monétaire	334
3.3/ L’indépendance de la Banque d’Algérie	337
Conclusion du chapitre 5	342
CONCLUSION GENERALE.....	443
Liste des tableaux	347
Liste des graphiques.....	349
Bibliographie.....	350
Annexes.....	357
Table des matières	

La liste des graphiques

Graphique 1 : L'équation de la théorie quantitative de la monnaie.....	33
Graphique 2 : Equilibre de sous-emploi keynésien.....	43
Graphique 3 : Impact d'un choc monétaire sur l'équilibre de l'emploi.....	45
Graphique 4 : La trappe à liquidité.....	49
Graphique 5 : La courbe IS.....	54
Graphique 6 : L'effet d'une augmentation du revenu.....	55
Graphique 7 : La politique monétaire : M augmente.....	56
Graphique 8 : La fonction LM.....	56
Graphique 9 : Le modèle de synthèse : IS LM.....	57
Graphique 10 : Les trois situations qui correspondent à l'endroit où IS coupe LM....	58
Graphique 11 : L'interprétation keynésienne des courbes de Phillips.....	60
Graphique 12 : La critique monétariste de l'interprétation keynésienne de la courbe de Phillips.....	62
Graphique 13 : La critique des nouveaux classiques de l'interprétation keynésienne de la courbe de Phillip.....	66
Graphique 14 : La formation du taux de réescompte.....	121
Graphique 15 : Taux de croissance du PIB réel de 1990 à 2013.....	237
Graphique 16 : PIB en milliards de dinars (1990-2013).....	238
Graphique 17 : PIB par secteur (en pourcentage du PIB).....	239
Graphique 18 : Balance des paiements de l'Algérie (2000-2013).....	262
Graphique 19 : Evolution des réserves de change (en milliards de dollars et en mois d'importation de l'année suivante).....	263
Graphique 20 : Evolution de la dette extérieure (en milliards de dollars).....	270
Graphique 21 : Contreparties de la masse monétaire en Algérie de 2000 à 2014 (en milliards de dinars à la fin de chaque année).....	288
Graphique 22 : Evolution de la masse monétaire M2 en Algérie (de 2002 à 2013).....	293
Graphique 23 : Structure de la masse monétaire M2 en Algérie (de 2002 à 2014).....	293
Graphique 24 : Structure des taux d'intérêt de la BA de 2002 à 2014.....	323
Graphique 25 : L'évolution du taux de liquidité.....	328
Graphique 26 : Evolution du taux d'inflation de 1990 à 2014.....	329
Graphique 27 : L'évolution de la vitesse de circulation de M2 de 2000 à 2013.....	333

La liste des tableaux

Tableau 1: Degré de transparence des banques centrales de l'OCDE.....	183
Tableau 2 : Mutations de la politique monétaire.....	193
Tableau 3: Répartition sectorielle du PIB au prix courants (valeurs en milliards de dinars).....	235
Tableau 4 : Taux de croissance du PIB réel (de 1971 à 2013).....	236
Tableau 5 : PIB en milliards de dinars (de 1970 à 2013).....	237
Tableau 6: PIB par secteur (en pourcentage du PIB).....	238
Tableau 7 : Evolution du prix moyen du pétrole pour la période 1988-1997.....	242
Tableau 8 : Evolution du prix du pétrole pour la période 1998-2007.....	242
Tableau 9: Les principaux indicateurs des finances publiques (y compris FRR) (2001-2011).....	247
Tableau 10 : Evolution du solde global du Trésor HFRR (en milliards de dinars).....	248
Tableau 11 : Evolution des disponibilités du FRR de 2005 à 2008 (en millions de dinars).....	248
Tableau 12: Statistiques de la balance des paiements de l'Algérie «1992 – 2013 »...	261
Tableau 13 : Evolution des réserves de change en Algérie (1992 – 2013) Réserves brutes.....	263
Tableau 14: Evolution de la dette extérieure et de ses ratios.....	270
Tableau 15 : Evolution de M2 en Algérie de 1970 à 2014 (en milliards de dinars).....	281
Tableau 16 : Evolution des avoirs extérieurs nets en Algérie, de 1970 à 2014 (en milliards de dinars).....	283
Tableau 17 : Evolution du crédit intérieur en Algérie de 1970 à 2013, en milliards de dinars.....	287
Tableau 18: Structure de la masse monétaire en Algérie (de 1994 à 2014 en milliards de dinars).....	292
Tableau 19 : Structure des taux d'intérêt (1980-1989).....	299
Tableau 20: Evolution du taux d'inflation en % (1980-1989).....	299
Tableau 21 : Structure des taux d'intérêt (1990-2000).....	308
Tableau 22 : Evolution des taux créditeurs des banques (%).....	308
Tableau 23 : Evolution des taux d'inflation en Algérie de 1990 à 2000 (en %).....	308

Tableau 24 : Taux de liquidité de l'économie (en %) (M2/PIB) de 1970 à 2013.....	327
Tableau 25 : Evolution du taux d'inflation de 1970 à 2014 (en %).....	329
Tableau 26: L'évolution de la vitesse de circulation de M2 de 1970 à 2014 (PIB/M2)..	333
Tableau 27 : Evolution du multiplicateur monétaire et du multiplicateur de crédit en Algérie de 1990 à 2013.....	335

La bibliographie

1/ Ouvrages :

- AGLIETTA Michel, BERREBI Laurent et COHEN Audrey, «Banques centrales et globalisation », collection expertises, Groupama, 2009.
- AMMOUR Benhalima, « Le système bancaire algérien : textes et réalité », Ed. DAHLEB, 1996.
- AMMOUR Benhalima, « Monnaie et régulation monétaire : Référence à l'Algérie », Ed. DAHLEB, 1997.
- ARTUS Patrick, « Politique monétaire », Economica, 2001.
- ARTUS Patrick, « Les incendiaires », édition Perrin, 2007.
- ARTUS Patrick, VIRARD Marie-Paule, «La liquidité incontrôlable», Pearson Education France, 2010.
- BESSON Jean-Louis, « Monnaie et finance », Presses universitaires de Grenoble, 1993.
- BEZBAKH Pierre, « Inflation et désinflation », La découverte, 2011.
- BORDES Christian, « La politique monétaire », La Découverte, 2007.
- BRANA Sophie, CAZALS Michel, « La Monnaie », Dunod, Paris, 2006, 2^e édition.
- BOUZAR Chabha, « SYSTEMES FINANCIERS : MUTATIONS FINANCIERES ET BANCAIRES ET CRISE », édition El-Amel, 2010.
- CASTEX. Patrick, « Histoire critique des théories monétaires des économistes », l'Harmattan, 2007.
- CHAINEAU André, « Mécanismes et politique monétaires », presses universitaires de France, 1968.

- DE BOYER Jérôme, « La pensée monétaire : Histoire et analyse », éditions Les Solos, 2003.
- DELAPLACE Marie, « Monnaie et financement de l'économie », DUNOD, 2^e édition, 2005.
- DRUMETZ Françoise, PFISTER Christian, « politique monétaire », De Boeck, 2011.
- DUCHENE G, LENAIN P et STEINHERR A, « Macroéconomie », PEARSON Education, 2009.
- GAUDRON Pascal, Lecarpentier-Moyal Sylvie, « Economie monétaire et financière », Economica, 2008. 5^e édition.
- GOUX Jean-François, « Economie monétaire et financière : théories, institutions, politiques », Ed Economica, 1998, 3^e édition.
- GUILLOT Philippe, « Les politiques monétaires depuis 1945 et leurs fondements théoriques ».
- ICARD André, « Stabilité financière et banques centrales », Economica, 2007.
- JAFFRE Philippe, « monnaie et politique monétaire », Economica, 1996.
- LANDAIS Bernard, « Leçons de politique monétaire », De boeck, 2008.
- LE HERON Edwin, Moutot Philippe, « Les banques centrales doivent-elles être indépendantes ? », éditions Prométhée, 2008.
- LEHMANN Paul-Jacques, « La politique monétaire: institutions, instruments et mécanismes », Lavoisier, 2011.
- MANKIW. N. G, « Macroéconomie », De Boeck Université, 2^e édition, 2001.
- MARTEAU. Didier, « Monnaie, Banque et Marchés Financiers », Economica, 2008.

- MENENDIAN. Claude, « fiches de macroéconomie », édition marketing S.A., 1997.
- MICHEKIN Frederic, « Monnaie, Banque et Marchés financiers », Pearson Education, 2004.
- PATAT Jean-Pierre, « Monnaie, système financier et politique monétaire », Economica, 2002.
- PATAT Jean-Pierre, « L'ère des banques centrales », l'Harmattan, 2003.
- Solow Robert, « Les banques centrales sont-elles légitimes ? », ed ALBIN MICHEL, 2009.
- Szpiro Daniel, « Economie monétaire et financière », De Boeck, 2009.
- VOISIN Michel, « Monnaie et politiques monétaires », Ed Bréal, 2006.

2/ Articles, communications et revues

- Achari-Djokic Branka, « Cadre de politique monétaire en Afrique dans un contexte de mutation du paysage financier : cas de l'Algérie », séminaire continental de l'ABCA, mai 2015.
- Pr. AMMOUR Benhalima et Pr. BOUZAR Chabha, « LES GRANDS AXES DE LA MUTATION FINANCIERE EN ALGERIE », Colloque International sur le FINANCEMENT DES ECONOMIES DES PAYS RIVERAINS DE LA MEDITERRANEE- CEMAFI-UNIVERSITE DE NICE-2007.
- ARTUS Patrick, « Que sont vraiment les politiques monétaires non conventionnelles ? », Special report, Natixis, 6 février 2009, n° 28.
- AMAROUCHE Ahcene, « Le statut de la monnaie et des institutions de sa gestion en économie de rente : illustration par le cas algérien », Les cahiers du CREAD n°104-2013.

- BAFD, OCDE, PNUD 2014, Perspectives économiques en Afrique, Algérie.
- BAHLOUL Belkacem Hacene, Président de l'association nationale des économistes algériens, « Réforme du système bancaire en Algérie (pour un développement durable) ».
- BELLALI Samir, « La régulation monétaire en Algérie (1990-2007), Revue du chercheur n° 08/2010, Université de Guelma.
- BETBEZE Jean-Paul, BORDES Christian, COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et PLIHON Dominique, « Banques centrales et stabilité financière », 2011, Les rapports du conseil d'analyse économique, la documentation française.
- BOUMGHAR M. Y, « La conduite de la politique monétaire en Algérie : un essai d'examen », CREAD, Octobre 2004.
- BSIRI Mourad , « Politiques monétaires quelle efficacité », revue Futuribles, 2 avril 2013.
- CAPUL Jean-Yves, « Monnaie et politique monétaire en Europe», cahiers français, Juillet-août 2010, n° 297.
- Christophe Blot, Catherine Mathieu et Christine Riffart, « La politique monétaire est-elle devenue inefficace ? », revue de l'OFCE, 12 novembre 2012.
- Conseil National Economique et Social, « Regards sur la politique monétaire », 26^{ème} session plénière, juillet 2005.
- De LAROSIERE Jacques, « Nouveaux défis pour la politique monétaire dans un monde qui se globalise », Budapest, le 18 janvier 2007.
- DJOUDI Karim, « Algérie : les réserves de change, les bons du Trésor et les subprimes », le Maghreb, par : Salima Zouggar, 05-02-2008.

- DUCHMANN Flore, mission économique, « Evolution du taux d'inflation en Algérie », Alger, 2006.
- HAMDAD Toufik, « Politique budgétaire et croissance : Référence au cas d'un pays rentier ». Maître assistant, Doctorant, Faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, Université Tizi-Ouzou, Algérie. Communication.
- ILMANE Mohamed-Cherif, « Efficacité de la politique monétaire en Algérie : (1990-2006). Une appréciation critique, Octobre 2007.
- ILMANE Mohamed chérif, « Indépendance de la Banque centrale d'une économie en transition : le cas de la Banque d'Algérie ».
- KPMG Algérie, Guide investir en Algérie, chapitre 9 : Le système financier et bancaire, édition 2013.
- LACHACHI Meriem, « Le système bancaire algérien : Mutations et perspectives », Université de Tlemcen, Colloque national à Chlef, décembre 2004.
- LAKSACI Mohammed, Gouverneur de la Banque d'Algérie, « Gestion des ressources et stabilité financière en Algérie », Octobre 2010.
- LOISEL Olivier et MESONNIER Jean-Stéphane, « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », Banque de France, Focus n°4, 23 avril 2009.
- L. KOHN Donald, « Globalisation, inflation et politique monétaire », session 4 : implications pour la conduite de la politique monétaire, colloque international, Mars 2008.
- M. Woodford, «Central Bank Communication and Policy Effectiveness», Federal Reserve Bank of Kansas City, août, 2005
- Ministère des finances, « Le comportement des principaux indicateurs macroéconomiques et financiers en 2008 », DRI, mai 2009.

- PERRIER Patrick et AMANO Robert, « Crédibilité et politique monétaire », revue de la Banque du Canada, printemps 2000.
- Rapports de la Banque d'Algérie.
- Rapport des services du FMI sur les consultations au titre de l'article IV.
- République française, Les documents de travail du Sénat, série : études économiques, « La politique monétaire, objectifs, méthodes et nouveaux problèmes », N° EC-04, Novembre 2009.

3/ Thèses

- ACHOUR TANI Yamna, « Analyse de la politique économique algérienne », thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris 1 – Panthéon Sorbonne, 2013.
- MASSAËR MARONE, « Systèmes financiers et canaux de transmission de la politique monétaire », 1 octobre 2010, Université de Bourgogne.
- ACHOUR-KEBIR Nacer, « La problématique de la convertibilité totale et de la libéralisation des mouvements de capitaux, expériences, enseignements et perspectives pour l'Algérie », mémoire de fin d'études, Diplôme supérieur des études bancaires, décembre 2003.

4/ Sites internet :

- www.oeconomia.net
- www.bank-banque-canada.ca
- <http://sceco.paris.iurf.fr>
- <http://www.ecosys.com>
- <http://cib.natixis.com>
- <http://www.banque-france.fr>
- <http://www.touteconomie.org>
- <http://www.evadoc.com>

- <http://www.asmp.fr>
- <http://www.cerdi.org>

5/ Lois et règlements :

- La loi n° 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit ;
- L'ordonnance n° 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit.
- Le règlement n° 09-02 du 26 mai 2009 relatif aux opérations, instruments et procédures de politique monétaire.

Résumé :

Dans cette thèse, nous allons essayer d'expliquer la manière dont la politique monétaire a été conduite en Algérie, notamment après l'apparition de l'excès de liquidité sur le marché monétaire depuis l'année 2001. Nous allons essayer de voir si la Banque d'Algérie a réussi à atteindre ses objectifs.

Depuis 2000/2001, la Banque Centrale a élaboré et conduit la politique monétaire de manière indépendante. Durant ces dernières années, les rythmes d'inflation sont restés bas.

L'objectif de cette thèse est de s'interroger sur le rôle exacte de la politique monétaire, telle que conçue et conduite, quant à l'obtention de ces résultats, autrement dit, nous allons apprécier le rôle de la politique monétaire quant à l'obtention des taux d'inflation bas.

Mots clés : politique monétaire, stabilité des prix, ciblage d'inflation, masse monétaire, crédit.

ملخص

في هذه الرسالة، سنحاول شرح الطريقة التي سببت بها السياسة النقدية في الجزائر، خاصة بعد ظهور فائض في السيولة النقدية منذ 2001. سنحاول أيضا معرفة اذا تمكن بنك الجزائر من الوصول إلى أهدافه.

منذ 2001/2000، البنك المركزي قنن و سير السياسة النقدية بطريقة مستقلة. و في السنوات الأخيرة، ضلت مستويات التضخم منخفضة.

الهدف من هذه الرسالة هو معرفة الدور الحقيقي للسياسة النقدية كيف قننت وسببت لتحقيق هذه الأهداف بمعنى آخر، سنقدر دور السياسة النقدية في تحقيق هذه المستويات الضعيفة للتضخم.

مفتاح الكلمات. السياسة النقدية، استقرار الأسعار، تصويب التضخم، السيولة النقدية، قرض.

Abstract :

In this thesis, we try to explain the way how the monetary policy bearing in Algeria, especially after the apparition of excess money in monetary market. We try also to see if the Algerian Bank success to attain his objectives.

From 2000/2001, the Central Bank elaborates the monetary policy in independent way. During these lasts years the rhythm of inflation is stay low.

The objective of this thesis is to interrogate about the exact role of the monetary policy as conceived and bearing the obtaining of these objectives, in other way, we appreciate the role of monetary policy to get the rate of inflation so low.

Key words: monetary policy, stabilization of the price, target of inflation, monetary mass, credit.

SOMMAIRE

Le thème : Efficacité de la politique monétaire en Algérie : une appréciation critique

INTRODUCTION GENERALE	1
CHAPITRE I : Les fondements théoriques de la politique monétaire.....	11
SECTION1 : De la monnaie richesse mercantiliste à la super neutralité classique.....	12
SECTION2 : De Marx aux néoclassiques	25
SECTION3 : De la réforme de la théorie monétaire de Keynes à la contre-réforme néo-libérale.....	39
CHAPITRE II : La conduite de la politique monétaire.....	70
SECTION 1 : La pluralité des objectifs possibles.....	71
SECTION 2 : Mécanismes de transmission.....	97
SECTION 3 : Les instruments de la politique monétaire.....	113
CHAPITRE III : Crédibilité et transparence de la politique monétaire.....	137
SECTION 1 : La crédibilité, facteur d'efficacité de la politique monétaire.....	139
SECTION 2 : Indépendance, facteur de crédibilité.....	159
SECTION 3 : Communication et transparence.....	174
CHAPITRE IV : Cadre légal et contexte macroéconomique de la politique monétaire en Algérie.....	204
SECTION 1 : Cadre légal de la politique monétaire en Algérie.....	205
SECTION 2 : Contexte macroéconomique interne de la politique monétaire en Algérie.....	229
SECTION 3 : Contexte macroéconomique externe de la politique monétaire en Algérie.....	250
CHAPITRE V : Efficacité de la politique monétaire en Algérie.....	273
SECTION 1 : Evolution des agrégats et des indicateurs monétaires en Algérie.....	274
SECTION 2 : La conduite de la politique monétaire en Algérie	295
SECTION 3 : Appréciation critique de l'efficacité de la politique monétaire en Algérie.....	326
CONCLUSION GENERALE	343
Liste des tableaux	348
Liste des graphiques	349
Bibliographie	350
Annexes.....	357

Table des matières