

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

Ministère de l'enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou

Faculté Des Sciences Economiques, De Gestion et Des Sciences Commerciales

Département des Sciences Économiques

THESE DE DOCTORAT

ÈS SCIENCES ECONOMIQUES

Thème

**L'impact des Flux de Capitaux sur les Politiques Monétaires des Pays Méditerranéens
Signataires d'Accords d'Association Avec l'Union européenne**

Présenté par : OUNASSI Hassene

Sous la direction de : Pr REZIG Kamel

Devant le jury composé de :

| | | | |
|-------------------------|--------------------------------|--------------------|--------------|
| OUALIKENE Selim | Professeur | UMMTO | Président |
| REZIG Kamel | Professeur | BLIDA II | Rapporteur |
| ZEROUTI Messaoud | Professeur | l'ENSM, P-U- Koléa | Examineur |
| LALALI Rachid | Maître de Conférences classe A | UAM BEJAIA | Examineur |
| ZOURDANI Safia | Maître de Conférences classe A | UMMTO | Examinatrice |
| SAM Hocine | Maître de Conférences classe A | UMMTO | Examineur |

Année universitaire 2023/2024

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

Ministère de l'enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mouloud Mammeri De Tizi-Ouzou

Faculté Des Sciences Economiques, De Gestion et Des Sciences Commerciales

Département des Sciences Économiques

THESE DE DOCTORAT

ÈS SCIENCES ECONOMIQUES

Thème

**L'impact des Flux de Capitaux sur les Politiques Monétaires des Pays Méditerranéens
Signataires d'Accords d'Association Avec l'Union européenne**

Présenté par : OUNASSI Hassene

Sous la direction de : Pr REZIG Kamel

Devant le jury composé de :

| | | | |
|-------------------------|--------------------------------|--------------------|--------------|
| OUALIKENE Selim | Professeur | UMMTO | Président |
| REZIG Kamel | Professeur | BLIDA II | Rapporteur |
| ZEROUTI Messaoud | Professeur | l'ENSM, P-U- Koléa | Examineur |
| LALALI Rachid | Maître de Conférences classe A | UAM BEJAIA | Examineur |
| ZOURDANI Safia | Maître de Conférences classe A | UMMTO | Examinatrice |
| SAM Hocine | Maître de Conférences classe A | UMMTO | Examineur |

Année universitaire 2023/2024

L'université Mouloud MAMMERY de Tizi Ouzou n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions sont propres à l'auteur.

“Le plus gros abandon de souveraineté, c’est celui de la souveraineté monétaire.”

« Thomas Piketty »

Remerciement

Je remercie Allah le Très Haut et le Tout puissant

Je tiens à exprimer mes plus vifs remerciements à Monsieur Kamal REZIG, mon directeur de thèse, pour m'avoir accepté sous sa direction, et pour ses conseils qui m'ont aidé dans l'accomplissement de ce travail. Je tiens à lui adresser ma profonde reconnaissance et ma gratitude.

Par la suite, la réalisation de ce travail a été rendue possible par le concours de plusieurs personnes à qui nous souhaitons exprimer notre reconnaissance, je pense notamment à M.BENSAM Hocine, M.KARA Rabah, M.DAHAK Abdenour, M.BETAHAR Belgacem, M. REZKALAH Ali, M. BADEN Abdelkader.

Je tiens à remercier tous les membres du jury, qui m'ont fait l'honneur de lire et d'évaluer mon travail de recherche et de participer à mon jury de thèse. Je voudrais également remercier tous les enseignants – chercheurs à l'université de Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou, mes collègues, mes proches et amis.

Enfin, je remercie, ma femme, mes parents, mes frères et sœurs, pour leur soutien et leur patience durant les années de concrétisation de la présente thèse.

Dédicaces

À ma très chère mère

À mon très cher père

À ma très chère femme

Que Allah garde en bonne santé ma princesse Mariem et mon prince Zakaria

À vous tous, je dédie ce travail

Sommaire

| | |
|---|---------|
| Introduction générale..... | 09-15 |
| CHAPITRE I : Le Cadre Théorique de la Politique Monétaire | |
| Section 1 : Les Fondements théoriques de la politique monétaire..... | 18 |
| Section 2 : La logique Macro-économique de la politique monétaire..... | 29 |
| Section 3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire..... | 47 |
| CHAPITRE 2: Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire | |
| Section 1 : Le taux de change et l'équilibre de la balance des paiements..... | 57 |
| Section 2 : Les régimes de changes dans les pays émergents..... | 69 |
| Section 3: L'efficacité de la politique monétaire..... | 76 |
| CHAPITRE 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière | |
| Section 1 : La libéralisation financière..... | 87 |
| Section 2 : L'impact de la libéralisation financière et des flux de capitaux sur les indicateurs Macro-économiques..... | 99 |
| CHAPITRE 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière | |
| Section 1 : La sphère monétaire et financière des pays méditerranéens signataires d'Accords d'association avec l'union européenne..... | 114 |
| Section 2 : Comportement des variables de la libéralisation financière et de la politique monétaire durant la période (1998-2017)..... | 145 |
| Section 3 : L'interaction des régimes de changes et variables monétaire et financières. | 165 |
| CHAPITRE 5 : Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux | |
| Section 1 : Méthodologie et présentation des variables..... | 173 |
| Section 2 : La Causalité à court et à long terme, entre les flux de capitaux et les objectifs intermédiaires de la politique monétaire..... | 182 |
| Section 3 : Liens d'équilibres à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux..... | 187 |
| Conclusion générale..... | 197-201 |

INTRODUCTION GENERALE

Introduction générale

Le monde contemporain est marqué par l'apparition d'un modèle de mercantilisme intelligent, basé sur l'intervention de l'État afin d'augmenter les entrées des capitaux par la promotion des exportations stimulées par les trois piliers principaux, à savoir :

- accumuler des devises fortes (Dollar, Euro, Yen) en exportant des marchandises ;
- garder au plus bas le cours relatif de la monnaie locale afin de garder la compétitivité des exportations en limitant l'entrée de capitaux étrangers ;
- utiliser l'excédent de devises étrangères pour soutenir la monnaie des pays destinataires des exportations (le cas de la Chine vis-à-vis du dollar), ou viser une autre monnaie d'un pays concurrent (le cas de la Chine vis-à-vis des bons du Trésor japonais).

En ce qui concerne les pays du Sud de la Méditerranée, leur approche mercantiliste traditionnelle est qualifiée comme « peu efficace », car leur capacité de production est limitée et trouve du mal à maîtriser les flux de capitaux sortants liés à leurs importations.

De ce fait, la politique de change des pays de la rive Sud de la Méditerranée reste inefficace et caractérisée par les points suivants:

- favoriser l'entrée des flux de capitaux ;
- limiter et contrôler les sorties des flux de capitaux vers l'étranger ;
- stabiliser le taux de change à un niveau relativement élevé.

Ainsi, ces pays du Sud de la méditerranée déjà limités dans leurs exportations, peuvent se retrouver dans une situation où ils exportent encore moins. De plus, l'afflux massif d'investissements directs étrangers (IDE) engendre des spéculations immobilières. Cela, a été remarqué en Égypte dans la période (1990-2000) où un taux d'inflation à deux chiffres a été enregistré.

Dans ce contexte, l'impact des flux de capitaux sur l'économie dépend, d'une part, des flux d'endettement qui sont considérés comme les plus risqués et, d'autre part, des flux d'investissements directs étrangers qui sont considérés les plus sûrs.

La théorie économique favorise l'idée que les flux de capitaux stimulent une allocation plus efficiente des ressources et permet de diversifier les risques à travers une répartition optimale des flux d'épargne et d'investissement.

Introduction générale

Cependant, certains économistes critiquent l'efficacité des flux de capitaux en raison de leur capacité à provoquer des crises et à engendrer divers problèmes économiques. Ces critiques soulignent que les flux de capitaux internationaux peuvent être instables et provoquer des mouvements spéculatifs sur les marchés financiers. Ces mouvements peuvent créer des bulles financières, des déséquilibres macroéconomiques et des crises économiques graves. De plus, les économies qui dépendent fortement des flux de capitaux étrangers, peuvent être vulnérables aux fluctuations « volatilité » des marchés internationaux et peuvent potentiellement compromettre leur stabilité économique. En effet, l'afflux massif de capitaux peut créer des défis pour la politique monétaire et altérer son efficacité. Cela peut se produire suite à des entrées importantes de capitaux étrangers qui entraînent une appréciation rapide de la monnaie nationale. Cependant, une monnaie plus forte peut avoir des conséquences négatives sur l'économie locale.

Problématique de recherche

À travers ce travail de recherche, nous essayons d'apporter les éléments qui peuvent éventuellement déterminer : **Comment les mutations financières et l'entrée de capitaux impactent l'efficacité de la politique monétaire dans les pays du Sud de la Méditerranée qui ont signé des accords d'association avec l'Union européenne?**

Pour une meilleure compréhension de notre problématique nous essayons de poser quelques questions secondaires à savoir:

- l'exécution des décisions monétaires est-elle devenue plus rapide ces deux dernières décennies ?
- quel est l'impact des entrées massives des capitaux sur les instruments et les objectifs intermédiaires et finaux des politiques monétaires ?
- existe-t-il un lien entre les nouveaux canaux et les canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire ?
- existe-t-il une corrélation entre les variables de la libéralisation financière et les objectifs finaux de la politique monétaire dans les pays Sud méditerranés ?

En répondant à ces questions, nous allons examiner si les canaux traditionnels de transmission se sont renforcés, ou ont été négativement affectés. Pour répondre à notre problématique, il est important d'annoncer les hypothèses sur lesquelles nous fonderons notre champ d'analyse :

Introduction générale

- **hypothèse 1** : en pratique, les expériences internationales ont déjà démontré que les moyens de financements externes peuvent conduire à des situations d'instabilité macro-économique et à la difficulté de combiner l'autonomie de la politique monétaire et la stabilité du taux de change. Cela peut avoir une influence sur les outils et les objectifs finaux de la politique monétaire ;
- **hypothèse 2** : la causalité et la relation à long terme entre les variables de la politique monétaire et celle de la libéralisation financière peuvent varier en fonction du régime de change adopté et du niveau de développement financier de chaque pays ;
- **hypothèse 3** : les variables de la libéralisation financière jouent un rôle essentiel dans la réalisation des objectifs finaux de la politique monétaire.

Objectif de la recherche

Cette étude vise à évaluer comment les variations des flux de capitaux influencent la stabilité macro-économique et financière des pays du Sud de la Méditerranée. Ensuite, nous allons essayer d'identifier les divers mécanismes par lesquels la politique monétaire peut être utilisée pour minimiser l'impact négatif de cette tendance économique.

Donc, le but principal de cette étude est de proposer une analyse statistique et empirique de l'impact de la libéralisation financière (Compte financier) sur l'efficacité de la politique monétaire (objectifs finaux, intermédiaires, canaux de transmission) dans les pays sud-méditerranéens. Cela implique la réalisation de ces trois objectifs spécifiques :

- montrer l'impact de la libéralisation financière (flux de capitaux, et innovation financière) sur les canaux traditionnels de la politique monétaire ;
- examiner la relation de causalité à court terme et à long terme qui peut exister entre les variables financières (flux de capitaux) et les variables monétaires;
- analyser la présence de liens d'équilibre à long terme entre les variables monétaires et financières.

L'intérêt de la recherche

Ce travail s'inscrit dans la continuité des études qui ont traité la relation entre la libéralisation financière et la politique économique (monétaire, financière et fiscale).

Pour analyser la nature du lien entre les flux de capitaux et la politique monétaire, il est essentiel de bien comprendre le volet théorique, où on peut mentionner les points suivants:

Introduction générale

- les interactions entre la politique monétaire et les mouvements des flux de capitaux sont exposées dans la littérature sous deux concepts :
 - ✓ politique de neutralisation (stérilisation) c'est la réaction des autorités monétaires confrontées aux mouvements de capitaux ;
 - ✓ hypothèse de compensation c'est la réaction des mouvements de capitaux à la politique de l'autorité monétaire.
- la question de l'efficacité ou de l'inefficacité de la politique monétaire dans certains régimes de change ;
- l'indépendance de la politique monétaire et l'autonomie monétaire ;

Enfin, une analyse de l'historique des conséquences de la libéralisation financière sur la pensée monétaire est importante à la compréhension de l'incidence des flux de capitaux sur la politique monétaire.

Les motifs du choix du sujet

Le choix de notre sujet est motivé par la pertinence et l'intérêt qu'apporte ce genre de thématiques à mon épanouissement personnel et par sa concordance avec mon domaine de spécialisation relatif aux questions macroéconomiques. De plus, le sujet offre une possibilité d'explorer des théories macroéconomiques complexes et d'élargir la littérature académique.

L'intitulé de notre thèse est inspiré des travaux de (Michael .B, Devereux, et Alan Sutherland) intitulé « Financial Globalization and Monetary Policy ,2007». Dans ces travaux, les chercheurs ont examiné les implications de la libéralisation financière sur la conception de la politique monétaire.

Ainsi, il est important de souligner les recommandations du FMI adressées aux économies émergentes pour limiter préventivement les flux entrants, afin d'assurer leur stabilité financière et macroéconomique.

Méthodologie de la recherche

Pour répondre à la question principale, à savoir l'interaction entre la libéralisation financière et la politique monétaire, nous nous appuyerons, premièrement, sur l'analyse théorique qui consiste à présenter le cadre conceptuel et théorique de la libéralisation financière et de la politique monétaire.

Introduction générale

Deuxièmement, nous proposons une étude descriptive qui consiste à décrire ou à caractériser un phénomène (situation, événement), dans laquelle sera analysée la relation entre les variables de la libéralisation financière et les objectifs finaux de la politique monétaire en utilisant une analyse en composante principale normée (ACP normée). Dans ce contexte, l'ACP est utilisée pour réduire la dimension des données brutes, tout en gardant le maximum de variance. Cela permet de simplifier l'analyse en se basant sur des nouvelles variables appelées les composantes principales qui conservent l'essentiel de l'information initiale.

Troisièmement, nous réalisons une étude empirique où nous allons mener deux études économétriques portant sur la causalité « Angel & Granger et Toda-yama-moto », et enfin nous allons réaliser le test de cointégration de « Johansen ».

Dans un premier volet, nous allons étudier la causalité à court terme en utilisant la méthode de Granger, et par la suite, nous pencherons sur le deuxième type de causalité en utilisant la méthode de « Toda-yama-moto ». Dans le deuxième volet, nous allons étudier le lien d'équilibre à long terme entre les flux de capitaux et les objectifs intermédiaires de la politique monétaire en utilisant le test de Johansen.

Plan de recherche

Pour répondre aux objectifs de notre recherche, nous avons réparti notre thèse en cinq chapitres. Dans le premier chapitre, nous présentons les bases théoriques de la politique monétaire. Puis, nous présentons les critiques qui ont été formulées à l'encontre de ces doctrines.

Le deuxième chapitre est consacré à l'étude de la relation entre les régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire, ce chapitre est divisé en trois sections.

Dans le troisième chapitre, nous examinons la libéralisation financière et son influence sur les pays émergents. Nous consacrons la première section à la présentation du cadre théorique de la libéralisation. Puis, nous exposons les critiques qui ont été formulées à l'encontre de la libéralisation financière.

Le quatrième chapitre reprend le premier volet empirique où une partie est consacrée à l'étude descriptive du lien potentiel entre les variables de la libéralisation financière et les objectifs finaux de la politique monétaire.

Introduction générale

Le cinquième chapitre aborde le deuxième volet empirique qui est consacré à l'étude de causalité et à la vérification du lien d'équilibre à long terme entre les variables monétaires et financières. Ce chapitre est composé de trois sections. La première section est consacrée aux études théoriques liées à la stationnarité des séries temporelles, à la causalité et à la cointégration. Ensuite, dans la deuxième section, nous exposons en détail les relations de causalités à court terme et à long terme. Enfin, la troisième section est réservée à l'étude de lien d'équilibre à long terme entre les flux de capitaux et les objectifs intermédiaires de la politique monétaire.

Chapitre I

Le cadre théorique de la politique monétaire

Introduction

Dans ce chapitre, nous allons exposer les notions fondamentales de la politique monétaire, en mettant l'accent sur les outils et les objectifs de la politique monétaire. Dans ce cadre, nous voulons rappeler que la maximisation du bien-être social et la stabilité des prix sont les objectifs les plus appropriés de la politique monétaire. Par conséquent, L'objectif de ce chapitre est d'analyser le cadre théorique de la politique monétaire, en mettant l'accent sur les principaux modèles et approches qui orientent sa mise en pratique.

Ainsi, pour comprendre la politique monétaire, il faut analyser son cadre institutionnel, c'est-à-dire le cadre juridique défini par les pouvoirs publics pour transmettre à la banque centrale la responsabilité de sa conduite, lui déterminer des objectifs et en préciser la hiérarchie, les intégrer dans l'ensemble de ses missions et définir la structure ainsi que la composition de ses acteurs de décision en fixant leurs responsabilités.

Ce chapitre sera plus particulièrement consacré à l'analyse des liens entre certains indicateurs monétaires et l'activité économique, comme par exemple « la relation entre la monnaie et le taux d'intérêt, la production et le prix ». Afin de structurer ce chapitre, nous le divisons en trois parties distinctes :

- La section initiale aborde les bases théoriques de la politique monétaire ;
- la deuxième section sera précisément consacrée à la logique macro-économique de la politique monétaire ;
- Enfin, nous allons présenter les principaux canaux de transmission de la politique monétaire.

Section 1 : Les fondements théoriques de la politique monétaire

Une bonne politique monétaire est indispensable pour le fonctionnement de l'économie. Si elle est trop expansionniste, elle génère de l'inflation, ce qui nuit la croissance. Par contre, une politique monétaire restrictive peut être à l'origine d'une sévère récession au cours de laquelle la production baisse et le chômage augmente. Encore, elle peut provoquer la déflation (chute de niveau des prix). Or, la déflation peut occasionner de sérieux dégâts dans une économie, parce qu'elle crée une instabilité financière et même générer des crises monétaires ou des crises de change.

1. Définition de la politique monétaire

« La politique monétaire est la composante principale de la politique économique qui vise à influencer sur la masse monétaire et les taux d'intérêt, ce qui permet d'agir sur l'inflation, la croissance, l'emploi et le taux de change ».¹

Donc, la politique monétaire comprend un ensemble de mesures et de mécanismes visant à agir sur les conditions de financement de l'économie². L'objectif primordial de la politique monétaire consiste à préserver la stabilité des prix (approche monétariste). Mais, elle peut aussi favoriser la croissance (PIB) et le plein-emploi (approche keynésienne). Cependant, quel que soit son aspect, la politique monétaire consiste à réguler l'offre de monnaie afin de maintenir la stabilité entre l'inflation et la production économique.³

Enfin, la politique monétaire représente l'action par laquelle l'autorité monétaire, généralement la Banque Centrale, régule la quantité de monnaie dans le but de réaliser son objectif de triple stabilité (taux d'intérêt, taux de change et indices de prix).

Lorsqu'un État détermine sa politique monétaire, il doit signaler si cette politique a pour un seul but « la maîtrise de l'inflation »⁴, Ou, si elle doit également influencer aussi sur la production nationale, le niveau de chômage et le taux de change. Ainsi, il existe trois modèles de relations différentes entre le gouvernement d'un pays et la Banque Centrale:

- le gouvernement qui décide l'objectif de la politique monétaire et c'est à la banque centrale de respecter cet objectif ;
- soit le gouvernement décide de l'objectif de la politique monétaire et des moyens à mettre en œuvre ;
- la Banque Centrale est libre de choisir ses objectifs et ses moyens.

¹- CLAUDE Danièle, BAZUREAU Frank, SERGE Bosc et al , Dictionnaire d'économie et de sciences sociales , Edition NATHAN, Paris, 1993, P13.

² - Ibid.

³ - KOSHY Mathai, Qu'est-ce que la politique monétaire, Finance et Développement, septembre 2009, P46.

⁴ - Ibid.

La politique monétaire englobe toutes les communications et indications provenant des autorités monétaires à l'intention des acteurs privés, dans le but de guider leurs anticipations et leur comportement économique. Cette politique monétaire constitue une composante essentielle de la politique économique globale.

2. Les instruments de la politique monétaire

La politique monétaire englobe un ensemble de mesures visant à influencer les conditions et les modalités du financement de l'économie. À cet égard, la banque centrale dispose de divers outils permettant de réguler la création de monnaie.

2.1. Les instruments indirects

2.1.1 Politique de refinancement bancaire

Les Banques Centrales agissent régulièrement sur le marché de la monnaie centrale, où les banques commerciales effectuent des échanges de liquidités à très court terme. Par conséquent, dans le cas d'une baisse du taux d'intérêt réel ($\Delta \downarrow$ taux d'intérêt $>$ $\Delta \uparrow$ taux d'inflation), cette baisse stimule la consommation et l'investissement. Du fait de la rigidité des prix à court terme, une augmentation de la demande globale entraîne une expansion de l'activité économique.¹

Dans les pays où les marchés financiers sont fortement développés, le financement de l'économie est basé principalement sur ces marchés, avec une contribution partielle des crédits bancaires. En revanche, dans les économies où les marchés financiers sont moins développés, le financement de l'économie dépend principalement des crédits bancaires.²

Dans ce cas, les effets des modifications de taux directeurs sont généralement étudiés dans le cadre d'une Analyse des comportements des agents économiques (ménage, entreprise, Etat), et dans une perspective de court terme avec une baisse non anticipée des taux d'intérêt, on distingue³ :

A. L'effet de substitution : Les ajustements des taux d'intérêt conduisent les acteurs à revoir leur choix entre consommation immédiate et épargne. En effet, une diminution des taux réduit la valeur de la consommation future, incitant ainsi à privilégier la consommation immédiate. Cette baisse des taux rend également l'épargne moins attrayante et le crédit moins coûteux.

¹ - GOUX Jean François, Macroéconomie Monétaire et Financière, théories, institution, politique, 5eme édition, Economica, France 2010, p266.

² - AMOUKRANE Mustafa, RASDI Sabrina « Efficacité de la politique monétaire dans les pays VDS ; les expériences passées et les défis futurs », colloque international : la conduite de la politique monétaire en Algérie durant les deux dernières décennies ; objectifs et limites, le 17 et 18 Novembre 2015, université Hassiba Ben Bouali , Chlef, Algérie p08.

³ - MISHKIN frederic, HAUTCOEUR pierre cyrille, LACOUÉ-LABARTHE dominique, et al, Monnaie Banque et marchés financiers, 9eme édition, PERSON, Paris 2010, pp 569-575.

B. L'effet de revenu : Lorsque les taux d'intérêt baissent, la valeur actualisée des dépenses de consommation prévues dans le futur augmente. En conséquence, la consommation future devient plus coûteuse, toutes choses étant égales par ailleurs. Pour gérer cette situation, les ménages ont tendance à opter pour une épargne accrue et réduire leur consommation immédiate.

C. L'effet de richesse : Lorsque les taux d'intérêt baissent, la valeur actualisée des revenus futurs des ménages augmente, ce qui influence leur patrimoine financier. En conséquence, les agents peuvent décider de céder une partie de leur portefeuille de titres afin d'obtenir plus de biens et de services. Cela se traduit par une augmentation de leur consommation de biens et de services. En ce qui concerne les effets sur l'investissement, Lorsque les taux d'intérêt baissent, les dépenses liées à l'exploitation du capital diminuent, ce qui entraîne une augmentation de la rentabilité de la production. Par conséquent, cela conduit à une hausse des investissements.

Ce principe repose sur la capacité des autorités à ajuster le niveau des taux d'intérêt en fonction de l'objectif visé.

Théoriquement, une augmentation du taux d'intérêt a pour effet de réduire la création monétaire. Cela se manifeste soit par une diminution de la demande de refinancement des banques commerciales, soit par une baisse de la demande globale.¹ C'est donc une politique de limitation de l'offre de monnaie centrale pour une période déterminée et fixée à l'avance. Dans ce cadre, nous différencions entre :²

- les opérations principales de financement, qui sont menées pour une période de deux semaines ;
- les opérations de refinancement à long terme, qui sont effectuées sur une durée de trois mois ;
- les opérations de réglage fin, qui peuvent se manifester sous la forme d'opérations temporaires ou de swaps.

2.1.2. La Politique des Réserves Obligatoires.

Cette politique implique que les banques commerciales doivent déposer des réserves en monnaie centrale auprès de la banque centrale, sans rémunération. L'objectif est de créer volontairement une fuite de monnaie centrale dans le but de restreindre les possibilités de création monétaire. Ainsi, la banque centrale cherche à ajuster la liquidité des banques

¹ - Ibid, p 576.

² - Ibid.

commerciales pour encourager ou freiner l'octroi de crédits. Le taux de réserve obligatoire change selon la conjoncture économique. De ce fait, les réserves obligatoires agissent en tant que stabilisateur et régulateur lorsque la banque centrale souhaite réduire l'expansion du crédit. Au besoin, la Banque Centrale elle a la possibilité d'augmenter son taux de réserve obligatoire, et le cas échéant, elle peut le réduire.¹

2.1.3 L'open Market.

Les opérations d'open market apportent plusieurs avantages par rapport aux autres instruments de politique monétaire.

Généralement, la banque centrale agit sur le marché monétaire en achetant et en vendant des titres dans le but d'réguler la liquidité du marché. Ce type d'intervention a connu une augmentation depuis la Deuxième Guerre mondiale, et joue un rôle de plus en plus important parmi les instruments de la politique monétaire.²

- Lorsque la banque centrale achète des titres, elle fournit des liquidités et augmente le prix de ces titres. Par conséquent, la banque centrale peut acheter des bons du Trésor pour injecter de la monnaie dans l'économie ;
- Lorsque la banque centrale vend des titres, elle diminue la quantité de liquidités en circulation, ce qui entraîne une augmentation du taux d'intérêt. Cela se traduit par une hausse du coût de refinancement pour les banques commerciales de second rang ;
- Les opérations de l'open market peuvent être exécutées rapidement, du fait des délais administratifs très courts. Aux États-Unis, Quand la FED choisit de changer l'offre de monnaie centrale, elle peut facilement donner des ordres aux courtiers, et les transactions se déroulent immédiatement.³

En ce qui concerne leurs buts, leurs homogénéités et leurs procédures, les opérations d'open market se distinguent:

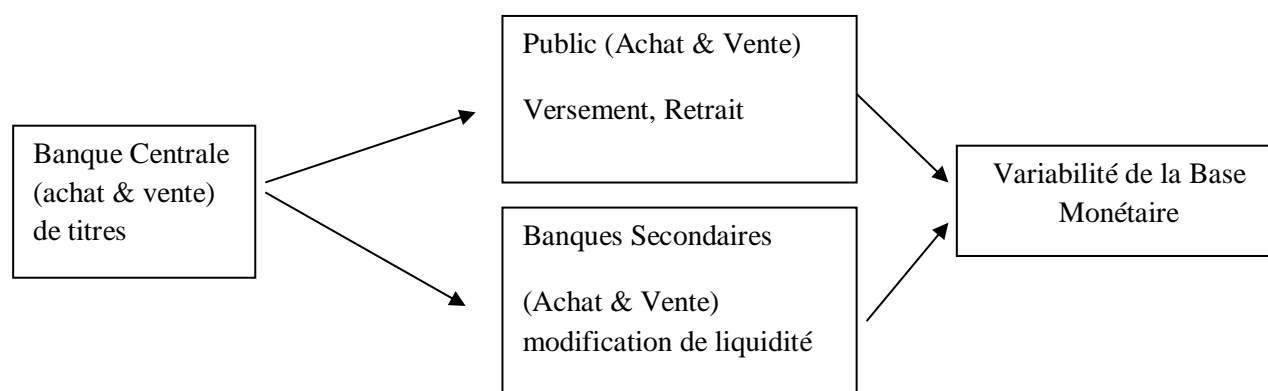
- les opérations principales de refinancement ;
- les opérations de refinancement à plus long terme ;
- les opérations de réglage fin ;
- les opérations structurelles.

¹ - BOUMGHAR Mohamed yazid, la conduite de la politique monétaire en période de transition, examen de l'expérience de la banque d'Algérie, *thèse* doctorat, ENSSEA, Alger 2016, p38.

² - GOUX Jean Fracois , op.cit., p276.

³ - MISHKIN frederic, HAUTCOEUR pierre cyrille, LACOUÉ-LABARTHE dominique, et al, op-cit p 581.

Figure N°1 : L'opération de l'open Market.



Source : MISHKIN frederic, HAUTCOEUR pierre cyrille, LACQUE-LABARTHE dominique, et al, op-cit p 581.

2.2. Les instruments directs

Les instruments directs de la politique monétaire sont employés pour définir des limites sur le montant du crédit, ainsi que pour déterminer les secteurs favorisés pour l'octroi de ces crédits.

2.2.1 L'encadrement des crédits

Cette opération a pour but de plafonner la croissance du crédit accordé à l'économie d'une période à l'autre. Les autorités monétaires fixent périodiquement (mensuellement) un taux de croissance des crédits par rapport à la période précédente. Ce taux peut varier d'une banque à l'autre.

Cette méthode d'intervention directe autorise la régulation de la monnaie scripturale. Elle crée une dissociation entre l'objectif interne (l'inflation) et l'objectif externe (la politique des taux d'intérêt).

L'encadrement du crédit, en attribuant à chaque institution bancaire un droit d'émission de crédit proportionnel à sa situation initiale, établit des parts de marché plus ou moins figées. Ce mécanisme limite la concurrence entre les établissements financiers et crée une rente de situation pour les banques moins dynamiques, qui peuvent céder leurs droits d'émission

inutilisés sur le marché du "désencadrement". Cela entraîne une inactivité du système bancaire et empêche une allocation optimale des ressources financières.¹.

2.2.2 La sélectivité du crédit

En plus de l'encadrement du crédit, les autorités monétaires utilisent la sélection de crédit. L'objectif est de limiter les prêts en orientant leur destination. Il s'agit donc de diriger les crédits vers les secteurs considérés comme prioritaires comme les exportations ou le logement social, en proposant des taux avantageux ou des avantages fiscaux. Cependant, bien que cette action puisse être utile en termes de politique économique en favorisant le développement de certains secteurs, elle ne permet pas de contrôler la croissance de la quantité de monnaie en circulation en ce qui concerne la politique monétaire.

Afin de stimuler le financement des secteurs prioritaires par les banques et les institutions financières, le gouvernement met en œuvre différentes mesures telles que des avantages fiscaux, des taux d'intérêt préférentiels, l'ouverture de facilités de refinancement, des garanties de crédit par des organismes officiels, ainsi que l'affectation de ressources à un coût moindre.².

Tout comme l'encadrement du crédit, la discrimination des prêts a fait l'objet de nombreuses critiques. D'une part, elle est considérée comme un gaspillage économique car elle favorise un recours excessif aux crédits bénéficiant d'avantages, ce qui peut entraîner une augmentation des prix, qui défie les objectifs de la politique monétaire. L'activité des banquiers repose normalement sur les risques qu'ils prennent. Cependant, dans le cas de la sélectivité des crédits, ces risques sont assumés par un autre acteur, l'État, ce qui rend les opérations bancaires moins risquées et entraîne une diminution de la performance bancaire.

3. Objectifs de la politique monétaire

Au cours des années 90, un accord généralisé s'est formé autour de l'objectif à long terme de la politique monétaire « les autorités doivent s'engager à stabiliser la valeur de la monnaie en visant à obtenir et préserver la stabilité des prix ».

Cependant, dans la pratique, la banque centrale ne se limite pas à cette seule finalité. Elle est également tenue de :

- garantir l'équilibre du système financier et des canaux de transmission de la politique monétaire.
- répondre aux évolutions conjoncturelles à plus court terme.

¹ - STERDYNIAK Henri, CHRISTIAN Vasseur « Encadrement du crédit et politique monétaire », Observations et diagnostics économiques n° 11 /avril 1985, P114.

² - DEMOURGUES Michelle, « macroéconomie monétaire », ECONOMICA, Paris, 2000, page 268.

- veiller à la constance du taux de change externe de la monnaie. Ainsi, l'expérience mondiale nous offre différentes options dans le choix des objectifs, parmi lesquels trois objectifs stratégiques sont possibles. Ces objectifs sont considérés comme exogènes au final, tandis que d'autres sont qualifiés d'objectifs intermédiaires dans la littérature spécialisée tels que « niveau de l'offre monnaie, Le taux d'intérêt. Le taux d'inflation et le taux de change »¹.

3.1 La croissance économique

La recherche d'une croissance économique soutenue est fortement associée à l'objectif du plein emploi. Par conséquent, la politique monétaire doit chercher à motiver la demande globale, ce qui entraîne une augmentation de l'offre globale et par conséquent encourage la création d'emplois. Selon la théorie endogène de la croissance, l'accumulation du capital est composée de trois éléments distincts:

L'accumulation de capital humain, l'accumulation de connaissances et le développement de nouvelles technologies. Ces trois éléments constituent les trois piliers essentiels de l'accumulation du capital. Dans la plupart des cas, ces composantes sont financées via des prêts.

En conséquence, l'accumulation de ces composantes dépendra du niveau des taux d'intérêt. De ce fait, une situation instable en matière de politique monétaire entraînera une instabilité des taux d'intérêt, ce qui en retour engendrera une instabilité de la croissance économique. Ainsi, il est possible de déduire que le niveau du stock de capital désiré par les entreprises dépendra des prévisions concernant les taux d'intérêt.²

3.2 La lutte contre le chômage

La lutte contre le chômage est importante pour deux raisons majeures :

- A. Un taux de chômage élevé engendre de nombreux problèmes sociaux (des grèves), car de nombreux ménages se retrouvent confrontés à des difficultés financières. Cette variable représente un pilier essentiel parmi les objectifs de la politique monétaire et se définit par le rapport entre la population au chômage et la population active.³
- B. Quand le niveau de chômage est élevé, l'économie se retrouve non seulement avec une main-d'œuvre inutilisée mais également avec des actifs non exploités tels que des

¹ - TEMMAR, HAMID .A. la transition de l'économie émergente, références théoriques stratégies et politiques, OPU, Alger 2011, pp 559,560.

² - VOISIN Michel comprendre la monnaie et les politiques monétaires, 2eme édition, BREAL, 2014, p161-165

³ - JACQUES Généaux, introduction à la politique économique, Edition POINTS, 1999, France, p184.

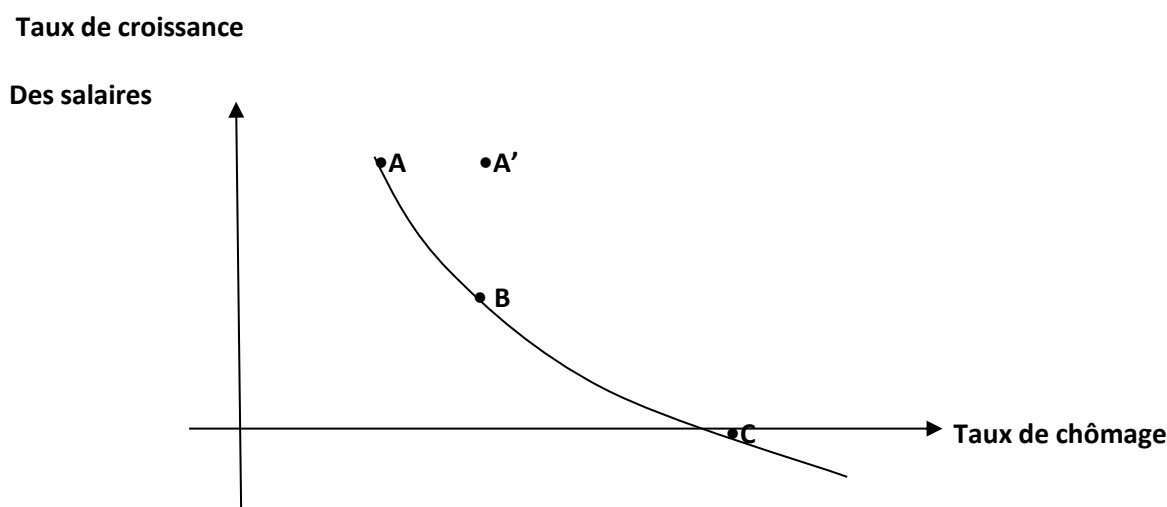
unités de production et des équipements. Cela conduit à une perte de la production et par conséquent une diminution du PIB¹.

Croissance => Augmentation de l'emploi => réduction du chômage.

En plus, il y a un type de chômage structurel qui découle d'un déséquilibre entre les exigences des emplois disponibles et les qualifications des travailleurs. Ce genre de chômage constitue un problème réel. Cependant, les options de la politique monétaire pour résoudre ce problème sont limitées.

En 1958, un économiste de « London School of Economics » a publié un article de recherche dans la revue *Economica* intitulé « La relation entre le chômage et le taux de croissance des salaires nominaux ». Cette relation statistique, appelée « la courbe de Phillips » prend la forme d'une boucle qui ressemble à une fonction décroissante. Par la suite, de nombreux économistes ont effectué des tests sur la courbe de Phillips en remplaçant le taux de variation des salaires par le taux d'inflation.

Figure N°2 : La courbe traditionnelle de Phillips.



Source : CLAUDE Danièle, FRANK Bazuréau, SERGE Bosc et al op.cit., P 301.

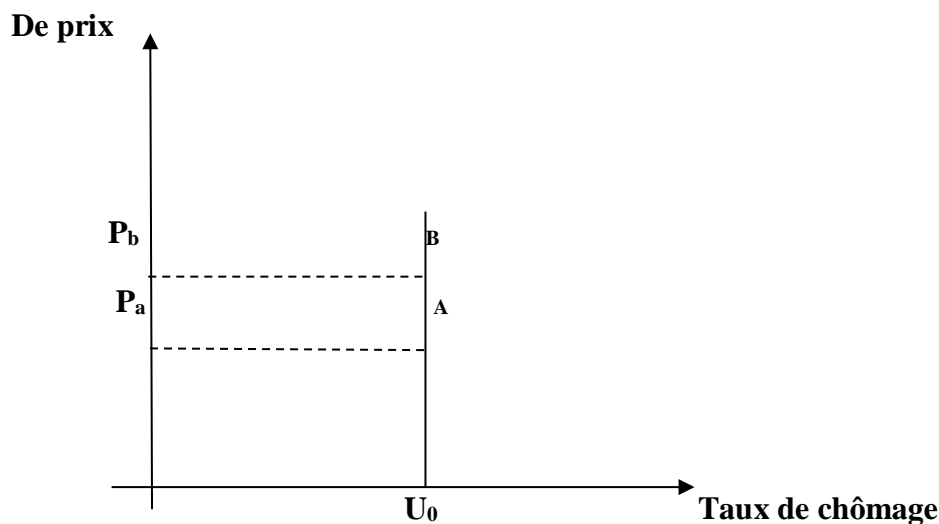
Au point A, se pose le dilemme de l'arbitrage entre une inflation élevée et un chômage faible. Le défi au point B se trouve dans une inflation faible et un taux de chômage élevé. A' correspond à la situation de stagflation « chômage élevé et inflation élevée ». Cependant,

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, p184.

durant la décennie des années soixante-dix, ce principe a été réévalué avec l'émergence de la courbe de Phillips selon Friedman.

Figure N°3 : La Courbe de Philips selon Friedman.

Taux de croissance



Source : CLAUDE Danièle, FRANK Bazuréau, SERGE Bosc et al, op-cit, P 301.

Selon Friedman, la politique économique de relance n'arrive pas à diminuer le chômage qui reste au niveau du chômage naturel U_0 . Cependant, cela provoque une augmentation du taux d'inflation « point B »).

3.3 La lutte contre l'inflation.

L'efficacité d'un ciblage direct de l'inflation dépend à la fois de l'exactitude des prévisions concernant d'inflation et de la stabilité du lien entre les mesures de la politique monétaire et l'inflation. Étant donné la complexité de cette mission, les autorités peuvent opter pour un objectif intermédiaire dont le lien avec l'inflation est bien connu et où les effets de la politique monétaire sont plus immédiatement perceptibles et maîtrisables. En particulier, elles peuvent décider de contrôler les agrégats monétaires.¹

3.4. La stabilité des prix.

La stabilité du niveau général des prix peut être définie de manière stricte en respectant deux conditions. La première condition énonce clairement qu'il n'y a pas d'incertitude concernant l'évolution à long terme des prix. La seconde condition est plus souple en raison

¹ - MISHKIN frederic, HAUTCOEUR pierre cyrille, LACOUÉ-LABARTHE dominique, et al, op-cit p 581.

des défis rencontrés dans la mesure précise de l'inflation. Ainsi, la stabilité des prix est définie comme une situation où les fluctuations prévues du niveau moyen des prix sont suffisamment faibles pour ne pas avoir un impact significatif sur les décisions financières prises par les entreprises, les ménages et les pouvoirs publics. Le manque de stabilité des prix complique les prises de décision, tant pour les ménages que pour les sociétés et réduit l'efficacité du système financier. Par conséquent, la stabilité des prix présente de nombreux avantages¹:

- la stabilité des prix favorise la transparence du mécanisme de fixation des prix relatifs ;
- la stabilité des prix garantit une allocation plus efficace des ressources et stimule la capacité productive de l'économie ;
- la stabilité des prix réduit au minimum la prime correspondante à la compensation du risque, donc elle contribue à stimuler l'investissement et la croissance.

3.5 La maîtrise des objectifs intermédiaires

Il est crucial d'obtenir rapidement une mesure précise de la variable sélectionnée en tant que cible intermédiaire. En effet, cet objectif est pertinent uniquement s'il fournit rapidement un aperçu du caractère actuel de la politique monétaire.

La mesure du volume de monnaie centrale est relativement simple, malgré un léger retard dans sa disponibilité avec un léger délai. En revanche, les taux d'intérêt sur le marché monétaire sont à la fois faciles à mesurer et immédiatement observables. Toutefois, le calcul du taux d'intérêt réel est difficile en raison des défis liés à la mesure de l'inflation anticipée.

Enfin, il est difficile de choisir entre les taux d'intérêt et les agrégats monétaires comme objectif intermédiaire, car il n'est pas évident que l'une de ces variables domine l'autre à cet égard.

Les banques centrales se réfèrent actuellement à la masse monétaire qui englobe différents types de monnaie, tels que la monnaie divisionnaire ou les pièces, les billets de banque qui constituent la monnaie fiduciaire.²

La décision de contrôler la masse monétaire et d'examiner les résultats de la politique monétaire semble être une tâche facile. Cependant, en pratique, il y a des difficultés liées à la mesure de la masse monétaire, ce qui engendre des problèmes théoriques. De plus, il existe toute une gamme de placements plus ou moins liquides. Cela complique la détermination de la frontière entre la monnaie et la finance (placements).

¹ - CHAÏNEAU Andre, Mécanisme et politique monétaire, 1^{ère} 2^d édition, QUADRIGE, 2000, France, p145.

² -MICHEL Voisin, op-cit, p31.

Tableau N°1 : Agrégats monétaires.

| Engagements | M1 | M2 | M3 |
|--|----|----|----|
| Monnaie fiduciaire | x | x | x |
| Dépôts à vue | x | x | x |
| Dépôts à terme d'une durée inférieure à 2 ans | | x | x |
| Dépôts remboursables avec préavis inférieure à ≤ 3 mois | | x | x |
| Pension | | | x |
| Titres d'OPCVM* monétaire | | | x |
| Titres de créance d'une durée initiale inférieure à ≤ 2 ans | | | x |

Source : VOISIN Michel, op-cit, p32.

La séparation des agrégats monétaires (M1, M2, M3) reflète les niveaux de liquidité, et le caractère « plus ou moins risqués », concernant l'agrégat non monétaire, on ajoute à M3 les titres négociables émis par les institutions non financières et l'épargne contractuelle.¹

Dans la littérature scientifique, on trouve divers indices pour évaluer la liquidité. Dans son rapport de 2001, la Banque centrale européenne a utilisé le niveau de M3 en tant qu'indicateur principal pour détecter l'excès de liquidité.² Bario C, Kennedy N, et Prowse (1994), utilisent un autre repère basé sur le ratio (Monnaie/PIB). Alors que, Kaminsky et Reinhart (1999) se sont basés sur l'écart de ce ratio par rapport à sa tendance.

Dans la pratique les chercheurs utilisent la proportion $(M/PIB)^3$, Dans cette formule la monnaie (M) est mesurée par un agrégat qui se soit (M2 ou M3) selon le payé considéré⁴.

¹ -Ibid., p 104.

*- Titres des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières.

² - MOHAMED CHEIK Hamidou, Excès de liquidité monétaire ; objectif d'inflation et stabilité financière », Thèses Doctorat en sciences Economiques, Université de RENNES 01, février 2013, p 21.

³ - MOHAMED CHEIK Hamidou, OP-Cit, p21.

⁴ - IPID,p29.

Section 2 : La logique macro-économique de la politique monétaire

Les doctrines monétaires varient sur le rôle et l'importance de la monnaie dans l'économie. Les économistes de l'école classique et néoclassique considèrent la monnaie comme neutre, tandis que les keynésiens soutiennent son caractère actif et son potentiel d'amélioration des performances économiques. Ainsi, Les monétaristes estiment que la monnaie est également active mais soulignent ses effets défavorables sur l'économie.

1. La conception de la politique monétaire dans les théories économiques.

1.1 La théorie quantitative

La théorie quantitative de la monnaie est l'une des plus anciennes théories qui examine les phénomènes monétaires. Ses origines datent du 16^{ème} siècle avec les travaux de Jean Bodin en 1568, qui se sont concentrés sur les effets inflationnistes de l'afflux d'or et d'argent en provenance du Nouveau Monde. Bodin observe une augmentation des prix et propose l'une des premières analyses quantitatives (basée sur la quantité de monnaie) de cette hausse des prix, mais ses conclusions ne sont pas généralisées en une véritable théorie.

La relation de causalité entre la quantité de monnaie en circulation et l'économie est établie de manière plus directe par David Hume en 1752. Cet économiste affirme que la monnaie est neutre à long terme et n'a pas d'influence sur l'économie réelle ; une variation de la masse monétaire n'affecte que les prix¹. À court terme, cependant, une augmentation de la quantité de monnaie entraîne une hausse de la demande de biens, ce qui pousse les employeurs à embaucher plus de travailleurs ou à augmenter le prix du travail en cas de manque de main-d'œuvre.

La manière par lequel une variation de la quantité de monnaie provoque une hausse des prix a été détaillée par l'économiste Cantillon en 1755². Il a prouvé que l'ajout de monnaie utilisée par les consommateurs provoque un excédent de demande qui fait augmenter les prix des biens et des services demandés, donc « la hausse des prix n'est pas générale mais relative ». Généralement, ce n'est pas la quantité de monnaie elle-même qui est essentielle, mais le flux monétaire découlant.

Donc, cet économiste est l'initiateur de la notion de vitesse de circulation de la monnaie, qui a été actualisée par « Fisher en 1911 ». Fisher a conceptualisé la notion de la

¹ - HEURTA Jésus de Soto, L'essai sur la nature de commerce en général de richard Cantillon, la théorie de l'efficacité dynamique, 2017, p 175-184.

² - Ibid.

relation entre la quantité de monnaie en circulation et le niveau général des prix, ce qui est reconnu sous le nom d'équation quantitative de la monnaie¹.

R. Cantillon différencie entre la circulation de la monnaie et la circulation du crédit, tout en soulignant leur influence similaire, notamment sur les prix. Il approfondit l'analyse de ses antécédents en introduisant la notion de vitesse de circulation de la monnaie, qu'il définit de la façon suivante² :

$$\ll \mathbf{M} \cdot \mathbf{V} = \mathbf{P} \cdot \mathbf{T} \gg$$

M : la quantité de monnaie en circulation ;

V : la vitesse de la circulation de la monnaie ;

P : le niveau général des prix ;

T : le volume des transactions effectuées dans une économie pendant une période de Temps donné.

La vitesse de circulation de la monnaie ou du crédit représente le nombre de transactions effectuées par la monnaie ou le crédit pendant une période donnée. Elle souligne que ce n'est pas la quantité de monnaie ou le stock monétaire « M » qui a une influence, mais plus précisément le flux circulant « MV ». Le principe de cette équation consiste à créer une égalité entre la quantité de monnaie en circulation « M.V » et la valeur globale des transactions réalisées « P.T »³. Ainsi, la thésaurisation diminue la vitesse de circulation, alors que la déthésaurisation l'augmente. Le crédit et les innovations financières sont également des éléments qui accélèrent cette vitesse. L'auteur «R. Cantillon» explique d'une manière cohérente le mécanisme de transmission de « MV » sur le niveau général des prix. En précisant que l'augmentation des dépenses de consommation provenant d'une augmentation de la monnaie disponible explique la hausse des prix. Il souligne également que cette hausse peut être diminuée via les importations.

Irving Fisher dans son approche, exclut les crédits de son équation et présente une équation algébrique à deux éléments distincts, une partie gauche et une partie droite. Dans la partie gauche de l'équation, Fisher se focalise uniquement sur la monnaie fiduciaire. Il utilise le symbole « E » pour symboliser le total de la monnaie en circulation, c'est-à-dire la quantité annuelle de monnaie dépensée dans une communauté donnée. Il utilise le symbole « M » pour désigner la moyenne arithmétique simple des sommes d'argent disponibles à des intervalles

¹ - FONTANEL Jacques, La Théorie quantitative de la monnaie, thèse de doctorat en sciences économique, Université des Sciences Sociales de Grenoble, France, 1988, pp 4-8

² - BESSON Jean-Louis, Monnaie et Finance, OPU, Alger, 1993, p102.

³ - Ibid.

consécutifs séparées par des moments successifs infiniment petits. En calculant le rapport « E/M » entre les dépenses annuelles « E » et le montant moyen d'argent en circulation « M » on obtient le taux moyen de renouvellement de l'argent lors de son échange contre des biens. Fisher nomme cette relation « E/M » la vitesse de circulation de la monnaie, désormais notée « V ». Ainsi, la formule mathématique de « V » selon Fisher est « $V = E/M$ ». Cette formulation permet également de formuler l'équation suivante ¹: « $E = M * V$ ».

Pour analyser les effets de la monnaie scripturale sur les prix, Irving Fisher adopte une nouvelle approche. Il fait une comparaison entre les billets de banque en circulation et la monnaie scripturale qui circule à travers un dispositif particulier appelé « chèque ». Cette circulation de la monnaie scripturale peut être mesurée en termes de quantité et de vitesse, tout comme pour les billets. En utilisant la grandeur « P » pour représenter une moyenne pondérée de l'ensemble des prix, et « M » pour indiquer la masse monétaire fiduciaire actuellement en circulation, « V » comme la vitesse de circulation de la monnaie fiduciaire, « T » pour représenter l'ensemble des échanges commerciaux. « M' » pour indiquer le total des dépôts à vue transférables par chèque, et « V' » pour représenter la vitesse de circulation de ces dépôts, Fisher « 1911/1920 » présente alors son fameux modèle mathématique de la manière suivante ²:

$$MV + M'V' = \Sigma PQ = PT$$

Bien que l'on attribue souvent cette équation à Irving Fisher, il est important de noter que Fisher lui-même a précisé dans une note qu'elle n'était pas une nouveauté, car elle était déjà présente dans les écrits de John-Stuart Mill dans un langage descriptif, ainsi que dans les travaux d'Edwin Walter Kemmerer.³

Dans un autre contexte, soutenu par Marshall et C. Pigou, l'inflation monétaire est expliquée par l'effet de l'encaisse réelle des ménages. L'encaisse réelle que chaque agent aspire à conserver constamment dans son revenu, est définie comme le ratio entre la masse monétaire « M » et le niveau général des prix « P ». Si « M ↗ » augmente, l'agent se retrouve avec une liquidité réelle supérieure à celle anticipée, ce qui l'incite à dépenser cet excédent d'encaisse et provoque ainsi une inflation « hausse de P » qui rétablit « M/P » à son niveau

¹ - Ibid.

² - TUTIN Christian, la pensée monétaire, édition Flammarion, Paris, 2010, p187.

³ - MOMAR Diop, Étude critique de la théorie quantitative de la monnaie dans l'histoire des crises des prix, thèse doctorat en sciences économiques, Université de Bourgogne, France, 2014,

*- cet auteur écrit, en 1917, dans the value of money « j'insiste sur le fait que, bien que le processus que je suggère soit tout différent de celui qu'a élaboré I. Fisher, je ne suis nullement un ennemi de la théorie quantitative, il a peint son tableau sur un certain plan et je peins le mien sur un autre, mais nous peignons tous les deux la même chose et nos témoignages à tous deux, concordent en substance ».

initial. Marshall et Pigou, ont modifié la formule des échanges de Fisher en une fonction de demande de monnaie exprimée comme suit.¹ :

$$\ll \mathbf{M} = \mathbf{k} \cdot \mathbf{P} \cdot \mathbf{Y} \gg$$

Où :

M : la demande de monnaie ;

P : le niveau général des prix ;

Y : le niveau du revenu ;

K : la proportion du revenu que les agents souhaitent détenir sous forme d'encaisse.

Contrairement à l'approche de Fisher, la relation de Pigou et Marshall adopte une perspective spéciale. Lorsque les agents constatent une augmentation de leur encaisse réelle « M/P », ils cherchent à préserver leur pouvoir d'achat stable. Cela les incite à augmenter leurs transactions et à appliquer une pression sur les prix, entraînant ainsi une augmentation des prix jusqu'à la valeur de départ des encaisses réelles.

Selon Pigou, il existe une demande réelle de monnaie, ce qui différencie sa conception de celle des chercheurs quantitativistes dont Irving Fisher. D'après l'interprétation de Pigou, la monnaie possède une utilité intrinsèque et est demandée pour elle-même. Il souligne son rôle en tant qu'instrument de paiement et en tant que réserve de valeur. La fonction qu'il propose peut être formulée comme suit:²

$$\ll \mathbf{M/P} = \mathbf{k} \mathbf{Y} (\mathbf{c} + \mathbf{h} (\mathbf{1-c})) \gg$$

Avec :

Y : revenu réel ;

k : pourcentage du revenu détenu en unités monétaires ;

M/P : masse monétaire en valeur réelle ;

M : masse monétaire nominale ;

P : niveaux général des prix ;

c : proportion de la liquidité détenue en monnaie légale ;

h : proportion de la monnaie légale sur les dépôts bancaires.

Il est important de noter que Pigou établit clairement un lien entre le coefficient d'encaisse "k" et la vitesse de circulation de la monnaie. Lorsque les agents économiques optent pour conserver moins d'encaisse qu'auparavant, ce qui correspond à une diminution de "k", la vitesse de circulation de la monnaie augmente, c'est-à-dire un accroissement de "V".

¹ - GOUX jean francois goux , op-cit, p210.

² - Ibid, p213.

Ainsi, Pigou apporte des concepts qui seront ultérieurement développés, telles que l'incertitude concernant le futur.

Selon cette approche, une relation stricte existe entre l'évolution du stock de monnaie et l'évolution du niveau général des prix. Donc, l'impact de la monnaie peut représenter dans les points suivants¹ :

- L'inflation est uniquement provoquée par un excès de monnaie ;
- L'émission de monnaie n'a d'influence que sur le niveau des prix.

La théorie quantitative s'appuie sur des hypothèses précises, notamment la constance de la vitesse de circulation de la monnaie, du revenu réel, du niveau de production et du volume des transactions². Cependant, ces hypothèses font l'objet de discussion et sont rarement vérifiées de manière concluante.

Cette théorie est considérée comme l'une des premières clarifications de l'inflation, ce qui lui donne une importance significative. Cependant, d'autres théories de l'inflation ont été développées. Samuelson, par exemple a identifié deux autres types d'inflation, à savoir :

- l'inflation par la demande ;
- l'inflation par les coûts qui existent lorsque les salaires augmentent plus rapidement que la productivité des autres facteurs.

En résumé, les économistes classiques étaient convaincus de l'existence d'une distinction entre la sphère réelle et monétaire de l'économie. En conséquence, ils considéraient que l'indice global des prix est directement lié à la quantité de la masse monétaire. Ainsi, pour contrôler l'inflation, il suffit que la Banque Centrale régule l'évolution de la masse monétaire. Selon la théorie quantitative de la monnaie, on considérait que la monnaie n'avait aucun impact sur le niveau de production et d'échanges. Cependant, cette neutralité de la monnaie chez les classiques a été critiquée par la théorie keynésienne.

1.2. La théorie keynésienne

Le keynésianisme tire son nom ainsi que ses théories et principes des travaux de John Maynard Keynes (1883-1946), un économiste britannique reconnu comme l'architecte de la macroéconomie moderne. Sa publication la plus célèbre « la Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie » a été publiée en 1936. Cependant, son Traité sur la monnaie publié en 1930 est généralement considéré comme essentiel pour la pensée économique. Auparavant, les économistes étaient principalement concentrés sur des situations économiques statiques

¹ - PILUSO Nicolas, Fiches des théories économiques de la monnaie, Ellipses, 2019, pp 87-89.

² - Ibid.

« offrant une image invariable d'un processus en progression constante ». Avec son traité, Keynes a instauré une approche dynamique qui transforme l'économie en une étude qui focalise sur des flux de revenus et de dépenses. Il a ainsi initié de nouvelles perspectives pour l'analyse économique et la politique économique.¹

Keynes identifie trois raisons préférentielles pour la détention de la monnaie, et ces facteurs déterminants peuvent être exploités pour formuler la fonction de demande de la monnaie.² :

- Motif de transaction : lié au besoin de monnaie indispensable pour effectuer les transactions courantes;
- Le motif de spéculation : provient des incertitudes touchant les fluctuations futures des taux d'intérêt, et ses effets se manifestent par un arbitrage entre la possession de monnaie et la détention de titres ;
- Motif de précaution : en réponse à leurs incertitudes sur les recettes et dépenses futures, les agents souhaitent maintenir une réserve liquide pour faire face aux changements imprévus.

Selon Keynes, les deux premiers motifs de demande de monnaie sont proportionnels au revenu, tandis que le motif de spéculation est en corrélation négative avec le niveau des taux d'intérêt.³ Cependant, Keynes développe sa théorie monétaire en trois étapes principales.

Premièrement, en 1923, il inclut la problématique de la confiance dans la valeur future de la monnaie à l'analyse de la demande de monnaie établie par Marshall. Ensuite, en 1930, dans sa publication intitulée « Traité sur la monnaie » il prend en compte les variables du marché financier comme des éléments influents la demande de monnaie et inversement, il aborde le rôle de la monnaie dans la dynamique de formation des prix des titres financiers. Cette approche illustre l'importance des marchés monétaire et financier dans la création de l'équilibre « réel » du niveau des prix et du revenu. Enfin, en 1936, dans son ouvrage « La Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie » il poursuit et approfondit plus cette analyse:

- il a simplifié l'exposé de la théorie de la demande de monnaie en privilégiant la section obligataire du marché financier.

1- SARWAT Jahan, AHMED SABER Mahmud et PAPAGEORGIOU Chris, Qu'est-ce que le keynésianisme?, Finances & Développement, Septembre 2014, p53.

² - DE BOYER Jérôme, La pensée monétaire : Histoire et analyse, Éditions Les Solos, 2003,

³ - MISHKIN Frederic, HAUTCOEUR Pierre Cyrille, LACOUE-LABARTHE Dominique, et al, op-cit p 770.

- il a amélioré l'analyse économique, en critiquant la théorie du plein emploi et en intégrant le principe du multiplicateur.
- il met l'accent sur la différence entre la logique spéculative de court terme, qui domine le marché financier, et la logique d'entreprise de long terme.

Une distinction fondamentale entre l'ouvrage de 1930 et celui de 1936 réside également dans leur méthode pro-respective. Dans son premier ouvrage, Keynes adopte l'approche de Marshall où l'équilibre des marchés n'est pas une condition préalable pour un équilibre des entrepreneurs. En revanche, dans son second ouvrage, il développe une approche d'équilibre général dans laquelle l'équilibre des marchés est simultané à l'équilibre des entrepreneurs.¹

Le modèle de demande de monnaie présenté par l'économiste « Keynes » a un impact significatif, la vitesse de circulation de la monnaie n'est pas constante elle varie en fonction du taux d'intérêt. Étant donné que les taux d'intérêt connaissent d'importantes fluctuations et les changements des anticipations des agents économiques concernant le niveau habituel des taux d'intérêt entraînent des dispersions dans la demande de monnaie, ce qui favorise également des changements au niveau de la vitesse de circulation. De plus, la théorie keynésienne de la préférence pour la liquidité contredit l'assertion fondamentale de la théorie quantitative classique² qui soutient que « les variations de la liquidité de monnaie en circulation sont le principale déterminant du revenu nominal »

La fonction de demande de monnaie qui a été proposée par Keynes permet à la politique monétaire d'avoir un impact sur la production par le mécanisme suivant « En augmentant la masse monétaire, la banque centrale fait baisser les taux d'intérêt, ce qui stimule les investissements et relance la demande ». Ainsi, en cas de choc, la politique monétaire apporte une solution alternative. Cependant, Keynes présente deux motifs qui restreignent l'efficacité d'une expansion monétaire. Premièrement, il souligne que l'efficacité de la politique monétaire dépend de la capacité de la banque centrale à manipuler les taux d'intérêt. Dans certains cas, les dispersions de la masse monétaire n'ont aucune influence sur les taux, car il existe un niveau minimum sous lequel les taux ne peuvent pas être réduits plus. Lorsque ce niveau est atteint, les agents s'attendent à une augmentation des taux. Par conséquent, la préférence pour la liquidité est favorable, car l'anticipation d'une hausse des taux d'intérêt réduira le rendement des actifs financiers.

Dans ce scénario, toute liquidité injectée dans l'économie sera retenue par des réserves inactives. Par la suite, la banque centrale ne réussira pas à réduire les taux d'intérêt et par

¹ - SARWAT Jahan, MAHMUD Ahmed Saber, PAPAGEORGIOU Chris, op-cit, p53.

² - MISHKIN frederic, HAUTCOEUR pierre cyrille, LACOUÉ-LABARTHE dominique, et al, op-cit 770.

conséquent, la politique monétaire n'aura aucun impact sur les investissements. Keynes qualifie cette situation de « trappe à la liquidité ». En outre, Keynes défend que, en période de sous-emploi les investissements sont peu sensibles aux variations des taux d'intérêt, ce qui signifie que l'impact de l'expansion monétaire sera très limité. La faible élasticité des investissements se manifeste principalement par le rôle joué par les anticipations dans l'établissement du niveau de production¹. En période de sous-emploi, la baisse d'investissement n'est pas due à une préoccupation des coûts, mais à une diminution de demande. Donc, c'est uniquement l'attente d'une hausse de la demande qui encouragera les producteurs à augmenter leurs investissements. Dans ce cas, Une politique budgétaire expansionniste a la possibilité d'orienter les anticipations dans cette direction et de stimuler la reprise économique.

La politique monétaire peut jouer un rôle d'accompagnement en gardant les taux d'intérêt à un niveau modéré afin de soutenir la dynamique des investissements. Cependant, l'efficacité de la politique monétaire dépend de ses conditions propres. Selon la perspective keynésienne, la politique monétaire est considérée comme un complément à la politique budgétaire. Cette approche est souvent nommée "Policy Mix". Selon l'approche keynésienne, la politique monétaire est instable et nécessite des interventions arbitraires.

La crise financière mondiale de 2007-2008 a donné une nouvelle dynamique à la pensée keynésienne. De nombreux pays, dont les États-Unis et le Royaume-Uni se sont inspirés de cette pensée pour orienter leurs politiques face à la crise. Alors que le ralentissement mondial s'aggravait fin 2008, l'économiste N. Gregory Mankiw de l'université Harvard a exposé dans un article du New York Times qu'en cas de nécessité de consulter un économiste pour exposer les problèmes économiques actuels, il ne fait aucun doute que ce serait John Maynard Keynes. Son analyse par rapport aux récessions et dépressions constitue la base de la macroéconomie contemporaine. Cependant, la crise de (2007–2008) a aussi montré que la théorie keynésienne devait encore intégrer le rôle du système financier. Par la suite, les keynésiens ont corrigé cette lacune en prenant en considération les secteurs réels et financier de l'économie².

1.3. La théorie monétariste

En 1956, M. Friedman présente une nouvelle théorie de la demande de monnaie intitulée « The Quantity Theory of Money », en réalité son analyse de la demande de monnaie est plus proche de celle de Keynes.

¹ - MISHKIN Frederic, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACQUE-LABARTHE Dominique, et al, op-cit p 770.

² - Ibid.

Selon cette théorie, la demande de monnaie devrait être déterminée par les ressources disponibles des individus « leur richesse », et également par les rendements anticipés des autres actifs à part la monnaie (titres et actions). Cela conduit Friedman à formuler sa théorie de la manière suivante.¹ :

$$M_d/P = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m)$$

+ - - -

Avec:

M_d/P : demande d'encaisse réelles ;

Y_p : mesure de la richesse au sens de Friedman (revenu permanent) ;

r_m : rendement anticipé de la monnaie ;

r_b : rendement anticipé des titres;

r_e : rendement anticipé des actions;

π^e : taux d'inflation anticipé.

Ainsi, la demande d'un actif est positivement liée à la richesse, cela signifie que la demande de monnaie est une fonction croissante de la richesse, tel qu'indiqué par le signe positif lié au revenu permanent. Outre la monnaie, il existe d'autres actifs. Friedman a réparti ces derniers en trois types « titres, actions, actifs réels ». Les différentiels de rendements anticipés entre ces actifs et la monnaie sont les trois facteurs explicatifs de la demande de monnaie. Lorsque l'un de ces facteurs augmente, la demande de monnaie diminue, d'où la présence d'un signe négatif associé à chacune d'entre eux.

les termes $(r_b - r_m)$ et $(r_e - r_m)$ représentent la différence entre les rendements anticipés des titres et des actions et le rendement anticipé de la monnaie. Quand ils augmentent, le rendement relatif anticipé de la monnaie baisse et même la demande d'encaisse baisse. la dernière formule $(\pi^e - r_m)$ représente le rendement relatif anticipé des actifs réels par rapport à la monnaie². Pour ces actifs, l'inflation anticipée peut être considérée comme un rapprochement du taux de rendement attendu.

Dans la pratique, les monétaristes accordent une importance particulière à la lourdeur de la politique budgétaire, soulignant l'importance d'une réaction rapide en cas de choc afin de relancer l'économie avant qu'elle ne tombe en crise. Des résolutions tardives peuvent aggraver la situation. Dans ce scénario, la politique monétaire offre un avantage indéniable, car elle est capable d'intervenir avec un échéancier extrêmement détaillé.

¹ - MISHKIN Frédéric, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACQUE-LABARTHE Dominique, et al, op-cit p 775.

² - Ibid., p 776.

Vers la fin des années soixante, la relation contraire entre l'inflation et le chômage, établie par la courbe de Phillips a provoqué une controverse. Ainsi, au cours des années suivantes, cette relation a été complètement rejetée « Dans les années 70, il y avait une conjoncture économique ralentie, avec une augmentation simultanée du chômage et de l'inflation », un phénomène connu sous le nom de « stagflation ». Ce phénomène a perturbé différents systèmes économiques européens ainsi que les États-Unis, où le marché du travail s'aggravait et les prix ont été augmentés. La stagflation a donc montré la suppression de la courbe de Phillips. Il était nécessaire d'expliquer à la fois l'existence passée de la courbe de Phillips et sa disparition, en particulier dans les pays industrialisés.¹

En 1967, M. Friedman a proposé une description efficace du phénomène « stagflation ». S'inspirant largement de la théorie quantitative de la monnaie, Friedman a réinterprété la formule de Phillips afin de défendre la notion qu'il n'y a pas d'arbitrage à long terme entre l'inflation et le chômage, et que toute politique conjoncturelle visant à lutter contre le chômage se termine en échec. Selon Friedman, la courbe de Phillips n'est pas bien définie, car les décisions des acteurs économiques sont influencées par leur rationalité et leur préférence pour les critères réels plutôt que les critères nominaux. Ainsi, sur le marché du travail, les processus d'offre et de demande sur le marché de travail dépendent des salaires réels plutôt que des salaires nominaux.

Selon Friedman et les monétaristes, à court terme, la politique monétaire peut avoir des impacts réels, mais à long terme, la distinction entre la sphère réelle et la sphère monétaire est validée, et une modification de la masse monétaire n'a d'impact que sur le niveau général des prix. La flexibilité des prix permet de rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché du travail.

En réalité, l'objectif de la politique monétaire n'est pas de fixer le niveau de l'emploi ou des taux d'intérêt réels, mais plutôt de contribuer à la stabilisation du système économique. Elle peut favoriser la stabilité des prix en maintenant une croissance modérée et prévisible.

1.4 Analyse des nouveaux classiques.

On peut qualifier la NEC comme un deuxième type de monétarisme, et parmi les principes de cette école on peut citer les points suivants²:

- les décisions des agents reposent sur des facteurs réels et non nominaux ou monétaires ;

¹ - GHAZOUNI Kamel, op-cit, P205-207.

² - DELEPLACE Ghislain, LAVIALLE Christophe, Histoire de la pensée économique, édition Dunod, Paris, France, 2017, p 127-130.

- les agents économiques dans la limite de l'information disponible optimisent efficacement leur comportement ;
- les agents économiques ne font pas d'erreur systématique d'interprétation de l'environnement économique (anticipations rationnelles).
- La nouvelle école classique (N.E.C.), appelé aussi la théorie du cycle conjoncturel réel, fait appel aux hypothèses classiques en particulier « la flexibilité des prix et la neutralité monétaire ».
- Les « N.E.C » intègrent les analyses en ce qui concerne les anticipations rationnelles et les choix inter-temporels.

En réaction à certaines politiques économiques keynésiennes, la pensée néoclassique a apparu, tout comme le monétarisme, mais avec des affirmations différentes. Pour les nouveaux classiques ou les théoriciens des fluctuations réelles, les prix sont toujours souples et pratiquent leur fonction traditionnelle dans des marchés concurrentiels. En présence d'anticipations rationnelles, la restauration de l'équilibre est planifiée et les marchés se rééquilibrent de manière systématique. L'explication des fluctuations économiques à court terme suscite des oppositions parmi les théoriciens. Pour certains économistes, ces variations ont un rôle relativement faible dans la définition des fluctuations du niveau naturel de la production, tandis que pour d'autres économistes ils jouent un rôle plus important. L'objectif est alors d'étudier comment les hypothèses classiques à long terme expliquent les variations à court terme. Les hypothèses classiques les plus importantes retiennent la flexibilité des prix à court terme et la distinction entre la sphère réelle et la sphère financière. Ainsi, les facteurs nominaux tels que l'offre de monnaie et le niveau des prix n'ont aucun effet sur les variables réelles telles que la production, l'emploi, l'investissement et la productivité.

Dans ce tableau, Tobin a résumé la différence entre les monétaristes de premier type et de deuxième type.

Tableau N 2: La comparaison entre les monétaristes de type 1 et 2.

| Type 1 | Type 2 |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • politique monétaire supérieure à la politique budgétaire • normes de croissance monétaire. • changes flottants • déséquilibre temporaire • efficacité à court terme des chocs économiques | <ul style="list-style-type: none"> • inutilité des politiques macroéconomiques • aucune norme • pas d'influence du régime de change, néanmoins supériorité du change flottant • équilibre permanent • seul des chocs aléatoires ont un effet |

Source : GOUX Jean Francois , op-cit, p236.

Donc la différence est plus forte. Alors que, Friedman et certains monétaristes suggèrent des règles rigides de bonne conduite, l'ENC rejette plus au moins tout impact d'une intervention qualifiée de type (anticipation rationnelle), car seuls les politiques non anticipables auront des effets réels.

La nouvelle macroéconomie fondée sur des fondements microéconomiques rationnels. Nous aborderons ici uniquement deux aspects spécifiques:

- Le modèle fondamental d'ajustement par le marché On le retrouve chez les néoclassiques. Ils considèrent que le principe d'équilibre général est incertain et doit être substitué par l'ajustement effectué par le marché. Ainsi, le marché des biens et services s'ajuste en permanence en prenant en compte les conséquences de substitution inter-temporelle entre la demande actuelle et l'offre courante, grâce au taux d'intérêt qui assure cet ajustement. Il y a donc un ajustement en parallèle du marché des biens et services et du marché du crédit. Toutefois, le marché monétaire s'adapte également en fonction des prix.
- Concernant la demande de monnaie, et le maintien d'un équilibre permanent sur le marché monétaire nécessite que l'offre nominale de monnaie et la demande correspondante s'ajustent exclusivement par le biais des prix. Étant donné que la monnaie n'a pas d'impact sur le taux d'intérêt et l'activité économique. On peut formuler cela de la manière suivante ¹:

$$\ll M/P = H (i , D, c/P) \gg$$

avec:

i : le taux d'intérêt nominal à long terme ;

D : le volume des dépenses ;

c/P : le coût réel des changements de composition du portefeuille ;

Sur le point de l'inflation, La nouvelle école classique n'est pas très éloignée de ses origines quantitativistes et monétaristes. les économistes de la nouvelle école classique affirment que :

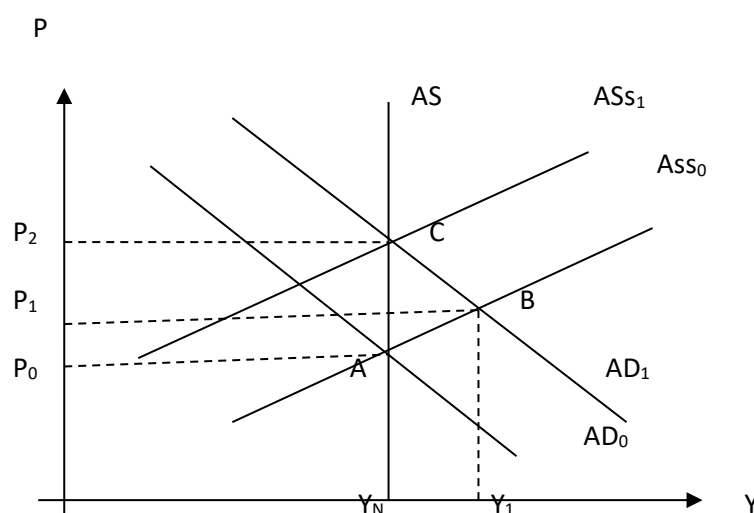
- il existe une relation assez stable entre « $\Delta P/P$ » et « $\Delta M/M$ »
- il existe également une relation stable entre les encaisses réelles « $\Delta M/M - \Delta P/P$ » et « $\Delta Y/Y$ »

¹ - GOUX Jean Fracois , op-cit, p237.

Les économistes de la nouvelle école classique estiment que les modèles globaux tels que « IS-LM » ne sont pas adaptés aux conditions économiques réelles. Principalement en raison de l'hypothèse de prix fixes qui les soutient. Ainsi, dans un contexte inflationniste, il est nécessaire de tenir compte de prix flexibles. De plus, les contraintes d'offre à long terme doivent être prises en compte.¹

En ce qui concerne l'inefficacité de la politique économique, elle peut être illustrée à l'aide du graphique d'équilibre entre l'offre globale et la demande globale, généralement noté (AS-AD)².

Figure N°4 : Le modèle AS-AD



Source: GOUX Jean Fracois , op-cit, p240.

Considérons une situation d'équilibre initial (A) où le niveau des prix (P_0) est entièrement anticipé, la production et l'emploi sont à leur niveau naturel (Y_n). Supposons ensuite que les autorités monétaires décident d'augmenter la masse monétaire de manière annoncée. Étant donné que les agents économiques sont complètement rationnels, cette information sera prise en considération lors de la composition de leurs prévisions ils tiendront compte de cette information dans la composition de leurs anticipations.

En conséquence, la demande globale passe de « AD_0 à AD_1 ». Ainsi, l'offre globale passe de « ASS_0 à ASS_1 » en raison de l'augmentation des salaires nominaux « anticipant une hausse des prix ». En conséquence, l'économie se déplace du point A au point C en raison des

¹ - GOUX Jean Fracois , op-cit, p238.

² - MISHKIN Frédéric, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACOUÉ-LABARTHE Dominique, et al, op-cit, p 775

anticipations rationnelles des acteurs économiques. Dans ce cas, seuls les prix augmentent, la monnaie est neutre et la politique monétaire est complètement inefficace.

Dans le second scénario, considérons que les autorités monétaires augmentent l'offre de monnaie sans l'annoncer, ce qui surprend les agents économiques. Dans cette situation, les agents économiques ont des informations incomplètes et la demande globale augmente. De même, l'offre globale à court terme augmente également, puisque les agents économiques ne sont pas au courant de l'augmentation de la quantité de monnaie, et considèrent qu'il s'agit d'une demande relative. L'économie atteint son niveau B avec une hausse de la production à Y_1 . Cependant, une fois que les agents réalisent leur échec, l'économie revient à son niveau de long terme en A. L'augmentation de la production n'est que provisoire et s'explique uniquement par l'information imparfaite des agents économiques. Ainsi, même avec des informations incomplètes, on retrouve les monétaristes gardent toujours l'hypothèse d'anticipation rationnelle. Par conséquent, la politique économique demeure peu efficace¹ « La politique monétaire anticipée est incapable d'influencer l'activité économique ». Toute action en ce sens ne peut qu'avoir des conséquences sur le l'indice général des prix.²

2. Règle de Taylor

Cette règle est considérée comme le point de départ des recherches sur l'estimation d'une politique monétaire optimale. Parallèlement, une question se pose « comment établir les taux d'intérêt de façon à assurer la stabilité des prix tout en évitant les fluctuations importantes de la production et de l'emploi ? ».

2.1 Revue de la littérature sur la règle de Taylor

Cette règle a fait l'objet de plusieurs études empiriques dans plusieurs pays. Les résultats suggèrent que divers éléments de cette règle peuvent influencer le comportement de la banque centrale.

Ainsi, Taylor et Williams montrent que les règles simples sont souvent plus efficaces que les règles optimales. En outre, l'estimation a montré que des règles simples peuvent bien fonctionner dans le monde réel, puisque la performance économique a été meilleure lorsque les décisions de la banque centrale ont été décrites par une telle règle³. Le tableau ci-dessous expose certaines expériences.

¹ - JEAN FRACOIS Goux, op-cit, p240.

² - GHAZOUNI Kamel, op-cit, p216.

³ - Cadoret, I., Benjamin, C., Martin, F., Herrard, N. & Tanguy, S, Econométrie appliquée : Méthodes, Applications, Corrigés, édition De Boeck University, Bruxelles - 2ème édition, 2004.

Tableau N° 3 : L'importance de la règle de Taylor pour certaines banques centrales

| étude | pays | Le résultat |
|-----------------------------|--|--|
| Taylor (1999) | Etat Unis, quelques pays européen, Japon | Les règles simples sont plus efficaces que les règles optimales. |
| Drumetz et Verdelhan (1997) | La fonction de réaction de la banque de France | Le taux de Taylor estimé n'explique pas l'évolution de taux d'intérêt |
| Clarida et al (1998) | Pour évaluer la validité de la règle de Taylor de type « forward looking » | Les banques centrales de l'échantillon étudié suivent une règle de Taylor |
| Cardoret et al(2008) | L'étude porte sur la Bundesbank | La banque Allemande elle utilise la règle de Taylor pour déterminer le taux d'intérêt |
| Fiti(2008) | Le comportement de la banque de la Nouvelle Zélande | La règle de Taylor traditionnelle n'a pas reflété le comportement de la Banque Centrale |
| Kamgna et al(2009) | Les banques centrales de (BCEAO) | La règle de Taylor ne décrit pas le comportement historique de la BCEAO |
| Lajnaf(2013) | La réaction de la banque centrale de Tunisie à l'aide des règles de type (Forward looking-1997-2011) | La BCT suit une règle de Taylor augmentée |
| CHaouche et Toumach(2016) | Etude sur le taux d'intérêt à court terme en Algérie (1996-2011) | Les résultats ont montré la règle de Taylor a reproduit le comportement de la Banque d'Algérie |

Source : HAMAMOUSSE Amina, règle de Taylor et conduite de la politique monétaire en Algérie, in strategy and development review, Volume 08, N°1, p30.

2.1.1 La règle simple

Dans cette situation, la banque centrale détermine le taux d'intérêt à court terme (i_t) en réalisant une combinaison entre deux positions de déséquilibre par rapport à ses objectifs¹ :

- la variation entre l'inflation observée par rapport à sa cible ($\Pi_t - \Pi^*$) sachant que « (Π^*) est la cible ».

¹ - AGLIETTA Michel, Macroéconomie, édition la découverte, 5ème édition, Paris, 2009, p215.

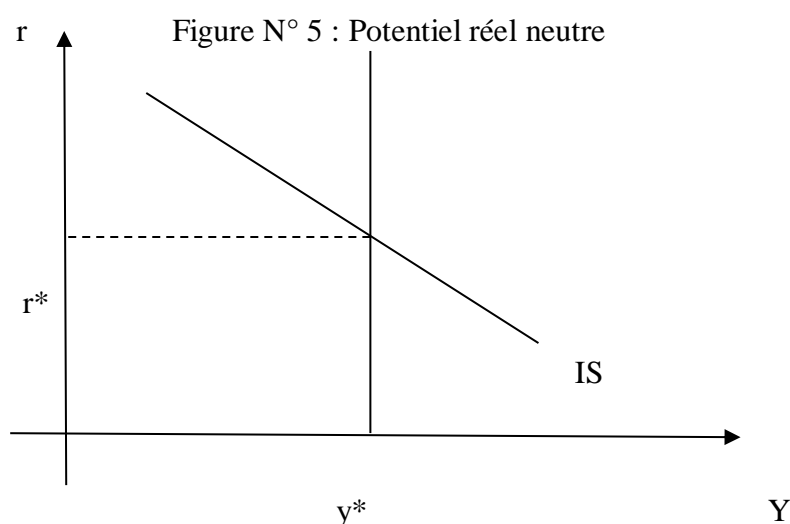
- l'écart du PIB par rapport à son Potentiel ($Y_t - Y^*$), sachant que « Y^* est le PIB potentiel ».

Donc, le taux d'intérêt optimal pour la banque centrale n'est plus le taux d'intérêt neutre en cas d'écart entre l'inflation et son niveau cible, ou si l'activité n'est pas à son potentiel. Taylor a attribué une valeur équivalente (0,5) à l'objectif d'inflation et (0,5) à l'objectif d'activité le résultat une formule simple¹ :

$$\ll i_t - \Pi^* = r^* + 0,5 * (\Pi_t - \Pi^*) + 0,5 * (Y_t - Y^*) \gg$$

La règle offre la possibilité d'évaluer l'orientation de la politique monétaire en fonction des conditions économiques. En comparant le taux calculé avec le taux du marché. Cela se fait en comparant le taux directeur fixé par les la banque centrale avec le taux de Taylor. En général, on distingue deux situations, la première est restrictive ou accommodante « Une politique monétaire est considérée comme accommodante lorsque les taux d'intervention de la banque centrale sont inférieurs au taux de Taylor ». En revanche, une politique monétaire est qualifiée de restrictive lorsque les taux d'intervention appliqués par la banque centrale dépassent le taux de Taylor².

Il est important de noter que la règle de Taylor propose un taux cible pour la banque centrale. Afin d'éviter de perturber les marchés par des fluctuations de taux indésirables, les banques centrales utilisent une approche appelée « lissage des taux d'intérêt ». Cela incite la banque centrale à modifier son taux d'intérêt soit à la baisse, soit à la hausse de manière progressive, afin de réduire les fluctuations violentes.



Source : AGLIETTA Michel, op-cit, P217.

¹ - AGLIETTA Michel, Macro-économie, op-cit, p215.

² - Ibid, pp 216,217.

Quand le PIB de la période atteint le niveau potentiel, il n'est pas nécessaire de modifier la politique économique. lorsque $r = r^*$, tant qu'aucun choc ne perturbe la courbe IS. En effet, lorsque¹ :

- $r > r^* \Rightarrow y < y^* \Rightarrow$ l'inflation ralentir.
- $r < r^* \Rightarrow y > y^* \Rightarrow$ l'inflation s'accélère.

Ainsi, le taux r^* indique un niveau d'inflation fixe à moyen terme, et conformément à l'optimisation de l'utilisation des ressources économiques. John Taylor (1993) a formulé une règle simple qui décrit de manière précise la dynamique des taux des fonds fédéraux² :

$$\ll r = 2 + P + 0,5 * (\text{écart-type de PIB}) + 0,5 * (P - 2) \gg$$

où :

r : désigne le taux des fonds fédéraux ;

P : le taux d'inflation des quatre derniers trimestres.

Lorsque l'inflation est en fonction de sa cible de 2% et que le PIB atteint son niveau tendanciel, le taux d'intérêt réel également appelé taux neutre, est égal au taux de croissance tendanciel de l'économie qui s'élève à « 2,2% sur la période 1984-1992 »³.

2.1.2 Règle de Taylor généralisée

Goldman Sachs a apporté des modifications à la règle originale de Taylor en tenant compte de l'importance des anticipations d'inflation, comme le montre la formule suivante⁴:

$$\ll r (\text{nominal}) = r_{\text{neutre réel}} + P_{\text{anticipée}} + 0,5 y + 0,5 (P - P_{\text{cible}}) \gg$$

Où :

$P_{\text{anticipée}}$: inflation anticipée ;

P_{cible} : cible de l'inflation choisie par la banque centrale ;

y : Ecart du PIB.

Étant donné que l'inflation anticipée « P » peut être calculée à partir d'un modèle économétrique, obtenue à partir des statistiques du FMI, ou estimée à partir du taux d'inflation actuel, Il y a plusieurs méthodes pour la définir.

En analysant la période d'étude pendant laquelle Taylor a effectué ses tests (1987-1992), on constate que Cette règle était assez conforme à la politique monétaire de la Réserve

¹ - AGLIETTA Michel, op-cit, p217.

² - GREGORY N.Mankiw, op-cit, p520.

³ - DRUMETZ Françoise, VERDELHAN Adrien, Règle de Taylor : Présentation, application, limites, Bulletin de la Banque de France, N° 45, septembre 1997, p82.

⁴ - GREGORY N.Mankiw, op-cit, p520.

fédérale américaine. Cependant, les résultats sont sensibles au choix des coefficients de l'équation, fixés par Taylor à 0,5 sans justification économique. De plus, il existe un décalage entre la publication des variables exogènes « inflation et croissance » et la variable dépendante « taux d'intérêt ».

Ainsi, la règle de Taylor permet de comprendre le lien entre inflation, croissance et taux d'intérêt, ainsi que d'anticiper la politique monétaire envisageable d'une banque centrale, toutes choses étant égales par ailleurs ¹ :

- Dans le cas où l'inflation anticipée dépasse la cible d'inflation, une augmentation des taux d'intérêt est mise en place;
- Si l'inflation actuelle ou anticipée est inférieure à l'inflation ciblée, on diminue les taux ;
- Si la croissance actuelle est supérieure à la croissance potentielle, on augmente les taux ;
- si la croissance actuelle est inférieure à la croissance potentielle, on diminue les taux.

Ainsi, la situation devient plus complexe si, par exemple, l'inflation dépasse l'inflation prévue et en même temps la croissance est bien en dessous de la croissance potentielle « cas stagflation ». Dans cette situation, lorsque la banque centrale décide d'augmenter ses taux d'intérêt, cela peut provoquer une réduction de l'inflation. Cependant, cela peut également augmenter la variation du PIB, car une hausse des taux d'intérêt entraîne une diminution des investissements, cela entraîne une baisse de la croissance économique à la fin.

¹ - DRUMETZ Françoise, VERDELHAN Adrien, op-cit, pp 82-83.

Section 3 : les canaux de transmission de la politique monétaire.

La question de la conduite de la politique monétaire a déclenché un débat entre les théories basées sur des règles et celles qui reposent sur la discrétion. Selon Robert Lucas (1976) la politique monétaire discrétionnaire engendre de l'incertitude et des erreurs d'anticipation. De même, Gordon (1983) soutient que la politique monétaire discrétionnaire conduit à des biais inflationnistes et à des difficultés d'incohérence temporelle.

Depuis, de nombreux économistes ont pris en considération les règles et les mécanismes de la politique monétaire.. Par exemple, dans son ouvrage « La richesse des nations », Adam Smith aborde la question et propose des règles pour éviter les excédents monétaires qui pourraient entraîner une hyperinflation. De même, au XXe siècle, des économistes tels que Fisher et Knut Wicksell se sont penchés sur des règles de politique monétaire pour éviter les déséquilibres monétaires préjudiciables.

1. Canal du taux d'intérêt

L'analyse des données sur les prix et la production révèle une relation inverse entre les variations des taux d'intérêt suite à un changement de politique monétaire et la croissance de l'activité économique et des prix. En effet, une hausse des taux d'intérêt peut entraîner une diminution de la croissance de la production après un certain temps, tandis qu'une diminution des taux d'intérêt a l'effet contraire de façon symétrique. Cependant, la question essentielle réside dans le temps nécessaire pour l'apparition de ces effets et dans leur amplitude.¹

Ce canal est largement reconnu comme le canal de transmission le plus connu de la politique monétaire, son mécanisme principal est relativement simple « une expansion de la politique monétaire, caractérisée par une diminution des taux d'intérêt directeurs entraîne une baisse du coût du capital pour les entreprises et une réduction des charges d'intérêts pour les emprunteurs particuliers ». Par conséquent, cela stimule l'investissement et la consommation, ce qui entraîne une augmentation de la demande globale.

Les résultats pratiques confirment que l'investissement joue un rôle crucial dans la transmission de la politique monétaire, puisque ce dernier réagit de manière significative aux

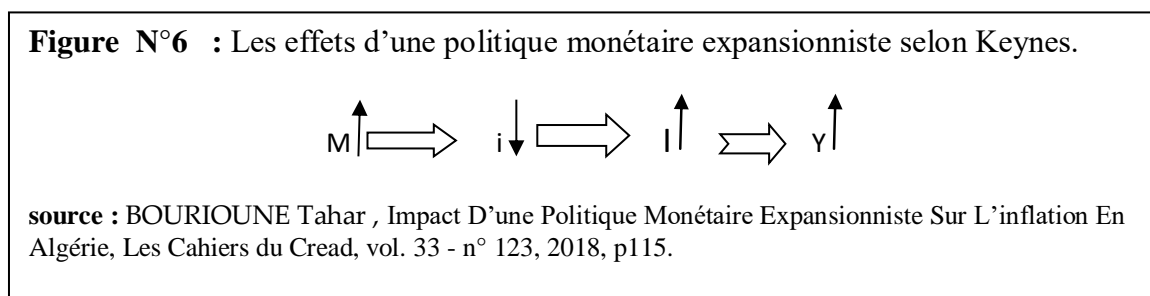
¹ - MISHKIN Frédéric, les canaux de transmission monétaire, « leçons pour la politique monétaire » ; bulletin de la Banque de France ; N° 27, Mars 1996, p 90.

* il indique que les entrepreneurs capitalistes effectuent la comparaison entre ce qu'il appelle, le taux d'intérêt naturel du capital, et qui correspond au rendement attendu par capitalistes pour conduire leurs activités , et le taux d'intérêt pratiquer par la banque, si cette comparaison s'avère profitable, dans la mesure où le taux naturel est supérieur au taux des banques, cela induit pour les entreprises une stratégie d'emprunt.

variations du coût d'utilisation du capital. Ce phénomène avait été observé par l'économiste suédois Knut Wicksell (1851-1926) dans son article intitulé « Intérêt et prix ».*

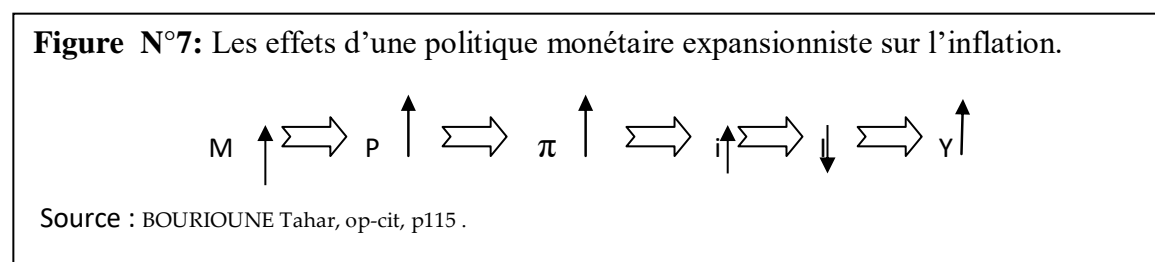
D'après Keynes, les anticipations des entrepreneurs occupent une place primordiale dans la détermination des décisions d'investissement, et le facteur déterminant c'est le rendement anticipé du capital. La stimulation à investir dépend de l'efficacité marginale du capital. La décision d'investissement est prise en comparant l'efficacité marginale du capital au taux d'intérêt « Si le premier taux est supérieur au second, cela entraîne une décision d'investissement ».

La conception keynésienne IS-LM traditionnelle du mécanisme de transmission de la politique monétaire peut être résumé par le schéma ci-dessous, qui explique les conséquences d'une expansion monétaire.



Sachant que « M↑ » indique la conduite d'une politique monétaire expansionniste qui aboutit à une diminution des taux d'intérêt réel, Cela a réduit le coût du capital ce qui provoque une augmentation des dépenses d'investissement, et par conséquent, un accroissement de la demande globale et de la production.

Lorsque les niveaux de taux d'intérêt nominaux sont bas, une augmentation de la masse monétaire peut entraîner à une hausse du niveau des prix anticipés, et par conséquent une augmentation d'inflation anticipée (π)↑. Cela entraîne une réduction des taux d'intérêt réels, même quand le taux d'intérêt nominal est nul.¹



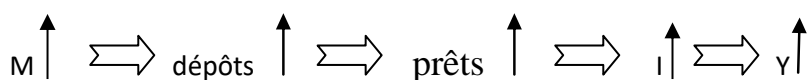
¹ - PHILIPPE d'Arvisenet, « les politiques monétaires dans la tempête », Edition Economica, Paris 2014, p66.

Donc par conséquent, ce mécanisme indique que la politique monétaire peut continuer d'être efficace même lorsque les autorités monétaires ont déjà établi les taux d'intérêt nominaux à un niveau très bas.

2. Canal du crédit

Cette idée est fondée sur le fait que les banques jouent un rôle spécifique au sein du système financier, et dans cette vision, le canal du crédit bancaire fonctionne de la manière suivante « Une politique monétaire expansionniste augmente la disponibilité des prêts bancaires, ce qui provoque une augmentation du volume des prêts totaux. Cette augmentation du crédit se manifeste par une hausse des dépenses d'investissement et éventuellement de consommation ».

Figure N°8: Les effets d'une politique monétaire expansionniste sur les prêts



Source : BOURIOUNE Tahar, op-cit., pp115, 125.

Dans ce cas, la politique monétaire aura une influence accrue sur les dépenses des PME, qui dépendent davantage des prêts bancaires, que sur les grandes entreprises qui ont la possibilité d'accès aux marchés de capitaux.

Les keynésiens mettent en évidence cet instrument, qui suppose que le crédit peut être rationné sans que les taux d'intérêt ne viennent équilibrer l'offre et la demande. Dans les régions où l'intermédiation bancaire est plus développée, ce canal est perçu comme plus performant. Par exemple, dans la zone euro, les banques assurent 75% du financement de l'économie, tandis qu'aux États-Unis ce chiffre s'élève à seulement 10%¹, pour les deux zones le canal du crédit est particulièrement important dans la transmission de la politique monétaire.

3. Canal du prix des actifs.

Ce canal vise essentiellement le prix des devises et le prix des actions. On peut identifier les cas suivants:

A. Canal du cours des actions : cette démarche met en place un système où la politique monétaire influe sur l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions.

¹ - LOISEL Olivier, MESONNIER Jean-Stephane, « les mesures non conventionnelles de politique monétaire, Banque de France, Focus N°4, 2009.

Cela s'explique par le concept de « q » élaboré par Tobin, qui rapporte la valeur boursière des entreprises en fonction du coût de renouvellement de leur capital. Lorsque le ratio « q » est élevé par rapport au coût de renouvellement du capital, les nouveaux investissements productifs sont moins coûteux par rapport à la valeur boursière des entreprises¹. Ainsi, ces institutions peuvent créer des actions à un prix élevé, Puisque les investissements productifs qu'elles effectuent sont coûteux. Cela entraîne une augmentation des dépenses d'investissement, car les entreprises peuvent acquérir de nombreux biens d'équipement en émettant seulement un nombre limité de nouvelles actions émises. Et la relation peut être résumée par le formule suivante:

$$q = \frac{\text{Valeur boursière du capital installé}}{\text{Coût de remplacement du Capital}}$$

Sachant que :

- l'investissement des entreprises est une fonction croissante de « q » ;
- si $q > 1$, donc la valeur boursière supérieure au coût de remplacement du capital, par contre si $q < 1$, donc la valeur boursière inférieure au coût de remplacement.

D'autre part, lorsque le ratio q est faible, les entreprises ne seront pas incitées à investir dans de nouveaux d'équipement, car leur valeur boursière est faible par rapport au coût du capital. Dans ce cas, si les entreprises nécessitent du capital², elles pourront opter pour l'acquisition d'autres entreprises à un prix avantageux afin d'obtenir du capital existant. Dans cette situation, il y aura une réduction des dépenses d'investissement.

Selon la conception monétariste, lorsque l'offre de monnaie augmente les agents considèrent qu'ils disposent d'une quantité excessive de liquidité par rapport à leurs besoins et cherchent donc à baisser leurs encaisses monétaires en augmentant leurs dépenses. Le marché boursier leur offre d'un côté une possibilité de dépenser cet excédent, ce qui augmente la demande d'actions et entraîne une hausse des cours³. Une conception keynésienne aboutit à la même conclusion. Donc, Lorsque les taux d'intérêt diminuent en raison d'une politique monétaire expansionniste, cela diminue l'attrait des obligations par rapport aux actions, ce qui entraîne une augmentation des cours boursiers.

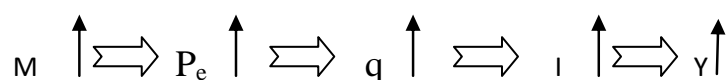
En combinant ces hypothèses à l'idée que l'augmentation des cours des actions « $P_e \uparrow$ » provoque une augmentation de coefficient de Tobin « $q \uparrow$ », et par conséquent, des hausses des dépenses d'investissement « $I \uparrow$ ». Enfin, Le mécanisme suivant est déduit:

¹ - MISHKIN Frédéric, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACQUE-LABARTHE Dominique, et al, op-cit, p 775-800.

² - Ipid.

³ - Ipid.

Figure N°9: La relation entre la politique monétaire et marché financier.



Source : MISHKIN Frédéric, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACOUÉ-LABARTHE Dominique, et al, op-cit, p834.

B. L'effet de richesse « Modigliani 1991 ».

Un autre moyen de transmission associé aux cours des actions agit à travers les effets de richesse sur la consommation. Ce mécanisme a été révélé par « Francesco Modigliani » dans son modèle d'épargne-revenu noté « MPS », qui est actuellement employé par le conseil des gouverneurs du système de réserve fédérale.

Dans le modèle du cycle de vie de « Modigliani », les dépenses de consommation sont mesurées en fonction des ressources dont les individus disposent tout au long de leur existence, telles que le capital humain, le capital matériel et la richesse financière ou le patrimoine.

Ainsi, les actions ordinaires constituent une composante majeure du patrimoine financier des ménages, lorsque les cours des actions augmentent, la valeur de ce patrimoine financier augmente également. Par conséquent, tout au long de leur vie « actions », les ménages accumulent des ressources.

Comme nous l'avons déjà observé, une politique monétaire expansionniste peut provoquer une hausse des cours des actions, et nous en déduisons le mécanisme suivant:

Figure N°10: La relation entre la politique monétaire et la richesse.



Source : MISHKIN Frédéric, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACOUÉ-LABARTHE Dominique, et al, op-cit, p834.

La politique monétaire peut avoir des impacts redistributifs au cours du cycle. Une baisse des taux d'intérêt accroît le prix des actifs « P_e » et réduit le coût du crédit mais favorise aussi l'emploi. À long terme, la politique¹ monétaire n'a pas d'effet redistributif

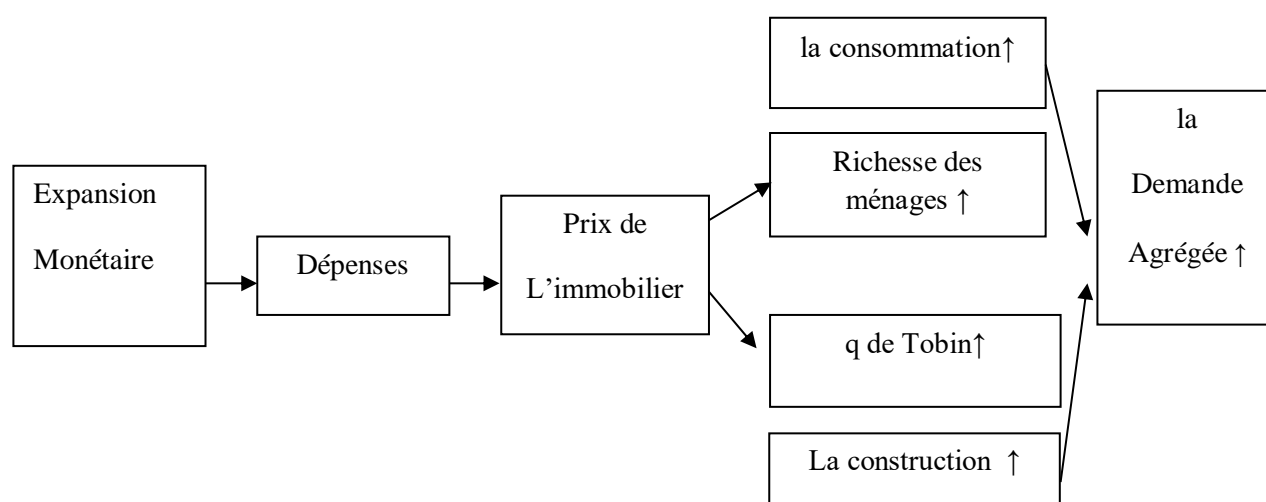
¹ - MISHKIN Frédéric, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACOUÉ-LABARTHE Dominique, et al, op-cit, p834.

systematique, d'autres facteurs « transferts intergénérationnels, progrès technologique » affectent plus fondamentalement l'évolution des inégalités.

C. Canal des prix des logements et des terrains.

D'autres études sur les canaux de transmission peuvent être ajoutées aux recherches sur les prix d'autres actifs tels que l'immobilier. Dans ce contexte, la théorie de Tobin est directement applicable au marché sous l'hypothèse que, les biens immobiliers et les terrains font partie du capital. Les mécanismes précédemment décrits s'appliquent comme suit :

Figure N°11: La relation entre la politique monétaire et l'immobilier.



Source : MISHKIN Frédéric, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACQUE-LABARTHE Dominique, et al, op-cit, p834.

Donc, la croissance monétaire, qui entraîne une augmentation des prix des terrains et des logements grâce à l'utilisation des mécanismes mentionnés précédemment, se traduit par une augmentation de la demande globale.

4. Canal de taux du change

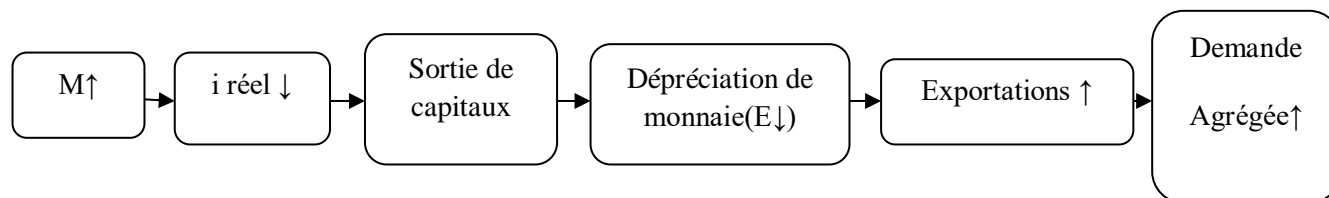
Ce canal joue un rôle marginal dans le contexte de l'internationalisation croissante des économies. Dans un régime de change flexible les variations du taux directeur peuvent entraîner des variations des taux de change, ces variations ont un impact significatif sur l'économie réelle en impactant les prix et la compétitivité des entreprises nationales¹.

En d'autres termes, une diminution des taux d'intérêt provoque généralement une dépréciation de la monnaie locale, ce qui réduit le prix des biens nationaux par rapport aux

¹ - MISHKIN Frédéric, HAUTCOEUR pierre Cyrille, LACQUE-LABARTHE Dominique, et al, op-cit, p834.

biens étrangers, ce qui se traduit par une augmentation des exportations nettes, stimulant ainsi la production globale. Par conséquent, on peut décrire le processus de transmission de la politique monétaire par ce canal de la manière suivante :

Figure N°12 : Transmission de la politique monétaire par le canal du taux de change.



Source : FREDERIC Mishkin, les canaux de transmission monétaire, « leçons pour la politique monétaire », op-cit, p94.

Ce canal joue un rôle important dans l'impact de la politique monétaire sur l'économie nationale. Ce qui apparaît clairement dans les études menées sur ce sujet, telles que les recherches qui ont été réalisées par « Bryant, Hopper et Mann en 1993 ». Ainsi, il est important de noter que les effets du taux de change sont moins prononcés pour une zone monétaire relativement fermée, telle que la zone euro (les années quatre-vingt-dix) que pour une petite économie largement ouverte.

Conclusion

Pour conclure ce chapitre, il est essentiel de souligner que la politique monétaire, qu'elle soit de type keynésien ou monétariste, doit viser deux objectifs principaux :

- l'optimisation du taux d'intérêt ;
- la maîtrise de la masse monétaire.

Selon la littérature économique, la politique monétaire vise généralement la stabilité des prix à court terme. D'autre part, dans les pays en transition, elle peut également chercher à motiver la croissance économique et l'emploi.

Ces dernières années, les banques centrales donnent à la politique monétaire un rôle de stimulation de la demande globale, ce qui rapproche la politique monétaire de la politique budgétaire. Dans ce cadre on parle de budgétarisation de la politique monétaire.

Enfin, pour pouvoir faire des stratégies efficaces, il est important que les responsables économiques de chaque pays établissent clairement et précisément les objectifs et les instruments de la politique monétaire, en déterminant l'objectif stratégique ciblé, et en créant un cadre institutionnel adéquat. Ainsi, la politique monétaire peut prendre une forme directive avec des objectifs prédéterminés, ou d'être plus discrétionnaire «intervenant au coup par coup » en analysant la situation monétaire et en prenant les mesures nécessaires pour faire face à tout choc ou crise .

Chapitre 2

Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

Introduction

Dans ce chapitre, nous allons étudier l'influence du régime de change sur l'efficacité de la politique monétaire. Depuis la déclaration de facto par les membres du FMI, plusieurs auteurs et économistes ont entrepris d'analyser la relation entre les régimes de change et la performance de la politique monétaire. Parmi ces travaux, on peut citer les études de Mundell (1963), d'Obstfeld et Rogoff (1995), ainsi que de Williamson (2000).

Historiquement, depuis la fin des années soixante-dix, nous avons remarqué une forte croissance des flux de capitaux. Ces flux ont joué un rôle important dans la mondialisation financière et le choix des régimes de change.

La décision d'adopter un régime de change est crucial, car il examine la politique économique d'un pays et définit ses marges de manœuvre, et détermine son mode d'ajustement macroéconomique. Il a également un impact sur les partenaires commerciaux du pays considéré, qui sont sensibles aux conséquences d'un régime de change sur leur compétitivité relative. Effectivement, les régimes de change influencent les conditions d'intégration internationale des économies.

Dans ce chapitre, nous allons exposer en détail ces concepts et puis, nous allons voir comment les régimes de change impactent l'efficacité de la politique monétaire, en analysant les défis et les opportunités liés à ces aspects fondamentaux de la gestion macroéconomique.

SECTION 1 : le taux de change et l'équilibre de la balance des paiements.

L'objectif de cette section est de présenter les concepts liés aux taux de change et leur incidence sur la balance des paiements, Le cadre d'analyse proposé permettra d'apprécier les différents types de taux de change et de comprendre comment les volatilités de change influencent les rubriques de la balance des paiements ?

1. Les fondements du taux de change

Quelle sont les principales fondements du taux de change ? C'est dans cette direction que nous présenterons ici quelques réflexions sur les points suivants :

1.1 Définitions du taux de change

Le taux de change représente « la valeur d'une monnaie par rapport à une autre monnaie étrangère », Il est déterminé sur le marché des changes en fonction de l'offre et de la demande des agents économiques, ainsi que des interventions des autorités monétaires¹. Ce taux de change peut exprimer au « certain ou à l'incertain »*.

Une autre définition : « le taux de change est l'opération qui permet d'obtenir une monnaie étrangère à partir d'une monnaie nationale ou inversement ». Donc, le taux de change correspond à la quantité d'unités monétaires que l'on peut recevoir en échange d'une unité d'une autre devise². En pratique il existe une variété des taux de changes, nous présentons quelques types de ces taux de change ci-dessous.

1.2 Types de taux de change

L.Stemitsiotis, insiste sur le fait que le taux de change a une double nature et cela donne la possibilité de voir plusieurs types de taux de change.

1.1.1. Le taux de change nominal

On peut exprimer le taux de change nominal « E » entre deux monnaies de deux manières différentes :

- Cotation incertaine ;

¹ - CLAUDE Daniele, C.D Echaudemaison, et all, dictionnaire d'économie et de sciences sociales, NATHAN, paris, 1993, p 63.

*- le taux de change exprimer à l'incertain c'est-à-dire la quantité de monnaie nationale nécessaire pour acheter une unité de monnaie étrangère.

² - STEMITSIOTIS Loukas, taux de change de référence et système monétaire international, ECONOMICA, 1992, p05.

- Cotation certaine.

Par conséquent, il peut être défini comme le coût de la monnaie étrangère par rapport à la monnaie locale. Cela qui en fait un indicateur mesurant le prix relatif entre la monnaie locale et la monnaie étrangère. Il s'agit donc d'un indicateur qui mesure le prix relatif de deux monnaies.¹.

1.1.2 Le taux de change réel

Le taux de change réel noté « TCR », entre deux monnaies représente une mesure synthétique des prix des biens et services d'un pays par rapport à un autre. Contrairement aux taux de change nominaux « E » qui ne poursuivent pas leur mission de taux de conversion permettant des comparaisons directes entre les produits nationaux, le (TCR) permet surmonter cette limitation. Lorsque les données de valeur ou de prix sont converties dans une même devise « généralement le dollar » les chiffres ne peuvent pas être comparés entre eux, puisque le taux de change du dollar n'est pas une mesure du pouvoir d'achat relatif des monnaies dans leurs propres pays².

« Kravis et al » ont suggéré une approche de comparaison directe des prix afin d'évaluer la Parité des Pouvoirs d'Achat. « PPA ». Ils ont effectué cette tâche en comparant les prix de produits similaires dans différents pays. Pour ce faire, ils ont rassemblé des échantillons détaillés de prix et ont élaboré des indices de prix pour chaque produit spécifique et pour chaque pays, en les rapportant au pays de référence. La formule qui définit l'indicateur de « PPA » est la suivante ³ :

$$\ll PPA = \sum w_i (p_i / p_{i*}) \gg$$

w_i = la part des produits dans la demande finale ;

p_i = le prix national mesuré en monnaie nationale ;

p_{i*} = le prix du pays de référence ;

i = les produits de l'échantillon.

¹ - BURDA Michael, WYPLOSEZ Charles, Macroéconomie, une perspective européenne, De Boeck, 3 édition, Paris, p157.

² - STEMITSIOTIS Loukas, op-cit, p66.

³ - Ibid..

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

En utilisant cet indicateur de la « PPA », on peut déterminer le taux de change réel par la formule suivante¹ :

$$\ll \text{TCR} = E / \text{PPA} \gg$$

E = « taux de change nominal » ;

PPA= « parité des pouvoirs d'achat ».

Donc le taux de change réel mesure en précision le pouvoir d'achat externe de la monnaie locale. Plus spécifiquement, son pouvoir d'achat sur les biens étrangers².

1.1.2. Taux de change effectifs nominal

Le taux de change effectif est un indicateur global de la compétitivité relative d'un pays par rapport à l'ensemble de ses partenaires commerciaux. En fait, on peut distinguer différents types d'indicateurs de taux de change réels, et ils peuvent différer selon la période de référence, de la couverture géographique et même du système de pondération utilisé.³

$$\ll E_f = \sum \prod_{j=1}^N (E_j)^{\Pi_j} \gg$$

où :

E_j : le taux de change nominal du pays étudié contre le partenaire (j) ;

N : les partenaires de pays dans les échanges extérieures ;

Π_j : le poids du pays (j).

1.1.3. le taux de change effectif réel

Le taux de change effectif réel, combine toujours un indice du taux de change nominal et indices des prix⁴ :

$$\ll \text{TCRE} = \sum \prod_{j=1}^n (E_j * P_j) \Pi_j / P \Pi_j \gg$$

Le taux de change effectif réel considéré comme le meilleur indicateur pour appliquer une comparaison entre deux ou plusieurs pays¹.

¹ - Ibid.

² -RENNANE Rabeh, l'impact des variations du taux de change sur les comptes de la balance des paiements en algérie (1999- 2009), thèse Doctorat en économie et management, Faculté des sciences économiques, de gestion et des sciences commerciales, université d'Oran, 2012, p38.

³ - STEMITSIOTIS Loukas, op-cit, p61.

⁴ - RENNANE Rabeh, op-cit, p39.

1.1.4. Taux de change d'équilibre fondamental « TCRF »

Le taux de change d'équilibre fondamental est celui qui équilibre les flux de capitaux sous-jacents avec le solde courant pendant une certaine période. Il repose sur le maintien de l'équilibre interne du pays et l'absence de mesures protectionnistes. Cet indicateur est souvent utilisé pour mesurer si la monnaie est « surévaluée ou sous-évaluée ».

D'une part, les changements de tendance dans les flux de capitaux sous-jacents peuvent avoir un impact sur le taux de change d'équilibre, et d'autre part, par des variations de caractère permanent de l'offre ou de la demande des produits échangés. Ces facteurs peuvent provoquer des variations du taux de change d'équilibre.²

Il est clair que les monnaies des pays qui remportent un succès assez considérable à l'échelle mondiale, auront tendance à voir leur taux de change réels s'apprécier, quels que soient les volatilités des taux nominaux.

Le TCRF, créé par John Williamson dans les années 1983-1985, se distingue de la PPA en se concentrant sur les éléments sur les facteurs macroéconomiques réels plutôt que sur les agrégats monétaires tels que l'inflation et le taux de change. L'objectif consiste à évaluer les conséquences du taux de change réel sur les développements de la tendance de la demande et de la croissance.

Selon Lewis et Driver (1998), le TCRF est un paradigme à moyen terme qui se concentre principalement sur les taux d'intérêt réels plutôt que sur les taux d'intérêt nominaux. Ainsi, ils indiquent que ce modèle n'a pas d'implications directes pour la politique monétaire.³

De plus, aucun des modèles n'apportait une réponse satisfaisante à la question principale : Pourquoi les marchés génèrent-ils souvent des résultats aussi variés⁴?

Selon Gérard Roland, il existe trois variables importantes influençant le taux de change d'équilibre⁵ :

- l'évolution des goûts ;
- les mouvements de capitaux ;

¹ - Ibid, P38.

² - STEMITSIOTIS Loukas, op-cit, pp36-37.

³ - BEN PATTERSON, DAGMARA Sienkiewicz, XAVIER Avila, taux de change et politique monétaire, Parlement Européen N120, Luxembourg, 2001, p36.

⁴ - Ibid, P37.

⁵ - Roland Gérard, Economie Politique du système soviétique, L'HARMATTAN, 1989, pp412-413.

- la spéculation.

2. L'arbitrage financier sur le marché des changes

On peut établir une relation d'arbitrage simple entre taux d'intérêt local « i » et le taux d'intérêt extérieur « i^* », ainsi que l'anticipation du mouvement du taux de change « E^e », la formule est la suivante :

$$\ll i = i^* - E^e \gg$$

Cette relation d'arbitrage suggère qu'il existe un équilibre sur le marché des capitaux entre les pays. Par conséquent, si une dépréciation de la monnaie est anticipée, une fuite de capitaux ne peut être écartée, que si le taux d'intérêt est élevé afin de refléter la dépréciation prévue. Cependant, en cas d'appréciation, le taux d'intérêt local peut être plus bas que le taux d'intérêt étranger.¹

3. Balance des paiements

La balance des paiements joue un rôle essentiel dans l'analyse économique, Elle permet de visualiser la totalité des échanges d'un pays avec l'extérieur. Ensuite, elle constitue une source statistique privilégiée pour la comptabilité nationale..

3-1 Définitions de la balance des paiements

La balance des paiements inscrit tous les flux entre une économie et le reste du monde au cours d'une période donnée (comme année, un trimestre ou un mois). En d'autres termes, elle permet de réguler les échanges entre les résidents d'une économie et les non-résidents.²

La balance des paiements est fondée sur un principe de comptabilité à double entrée, où chaque opération économique se traduit par un crédit et un débit. Un crédit signifie que l'actif diminue ou que le passif augmente, tandis qu'un débit signifie l'inverse. Ainsi, la balance des paiements est constamment équilibrée. (Crédit=débit).

Le débit est utilisé pour enregistrer les transactions qui entraînent une dépense à l'extérieur, tandis que les transactions générant un revenu de l'étranger sont enregistrées au crédit. Ainsi, la balance des paiements enregistre toutes les opérations entre un pays spécifique et le reste du monde, en différenciant les transactions de biens et de services ainsi que les opérations monétaires et financières.³

¹ - Roland Gérard, op-cit, p414.

² - Yves Bernard, Colli Jean-Claude, Vocabulaire économique et financière, édition du seuil, 3 édition, 1996, p47.

³ - ABRAHAM-FROIS Gilbert, introduction à la macroéconomie contemporaine, ECONOMICA, Paris, 2005, p29.

3-2 Compositions de la balance des paiements

La forme de la balance des paiements se présente dans notre travail selon la 5^{ème} édition du manuel du FMI.

Tableau N°4 : Les comptes de la balance des paiements.

| Libelle | Crédit | Débit | Solde |
|---|--------|-------|-------|
| A- compte des transactions courantes | | | |
| 1- Biens | | | |
| 2- services | | | |
| 3- revenus | | | |
| 4- transferts courants | | | |
| B- compte de capital et d'opérations financières | | | |
| 1- capital | | | |
| a- transfert des migrants | | | |
| b- acquisitions et cessions d'actifs non financiers | | | |
| 2- Opérations Financières | | | |
| a- investissement directs | | | |
| b- investissement de portefeuilles | | | |
| c- autres investissements | | | |
| d- avoirs de réserves | | | |
| C- Ecart statistique. | | | |

Source : Manuel du FMI, 5^{ème} édition

3-2-1 Le compte des transactions courantes (Balances courantes)

Tous les échanges concernant les importations de biens et services sont regroupés dans ce compte, par exemple « un consommateur algérien qui importe l'électroménager chinois », cette opération sera enregistrée sur le compte courant. En général, ce compte comprend quatre catégories différentes ¹ :

- les biens ;
- les services ;
- les revenus ;
- les transferts courants.

¹ - KRUGMAN Paul, OBSTFELD Maurice, CAPELLE-BLANCARD Gunther, et al, Economie internationale, édition NH, 8 édition, Paris, 2009, p310.

3-2-2 Le compte des opérations financières

Le compte financier de la balance des paiements est structuré en fonction de la nature des capitaux, tels que les investissements directs, les investissements de portefeuille, les produits financiers dérivés, les autres investissements, ainsi que les avoirs et les réserves. Les opérations liées à l'achat ou à la vente d'actifs sont enregistrées dans ce compte par exemple « Lorsqu'une société belge fait l'acquisition d'une société canadienne, l'opération est enregistrée en débit dans le compte financier de la balance des paiements de la zone euro ». La différence entre les exportations d'actifs financiers et les importations d'un pays, est appelée le solde du compte financier¹.

A- Investissements directs : Les investissements directs désignent les investissements provenant de pays étrangers qui représentent au moins 10% du capital d'une entreprise réceptrice. par conséquent, les investissements dans l'immobilier sont également classés comme des investissements directs. Par la suite, ces investissements directs sont classés en trois catégories en fonction de leur nature.²:

- a) Les transactions en capital social regroupent différentes activités, comme la création, l'acquisition, ou l'expansion d'entreprises, effectuées par le biais de l'acquisition de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibres, les prêts et prêt participatifs du secteur bancaire, les investissements dans l'immobilier.
- b) le réinvestissement des bénéfices.
- c) les autres transactions, qui incluent les opérations de prêt, les avances, les dépôts à court terme et à long terme entre les sociétés affiliées.

B- Investissement de portefeuille : Cette catégorie regroupe l'ensemble des transactions sur titres qui ont pour objectif de générer des bénéfices, sans pouvoir de contrôler la gestion de l'entreprise concernée par les titres. Cette section comprend également les investissements sur le marché monétaire, les produits dérivés et les instruments financiers.³

C- Les produits financiers dérivés : Cette section regroupe l'ensemble des opérations associées à ce genre d'instrument comme les intérêts sur les SWAPS, les primes sur les options, les appels de marge et les dépôts de garantie. Les transactions sur produits dérivés

¹ - KRUGMAN Paul, OBSTFELD Maurice, CAPELLE-BLANCARD Gunther, et al, op-cit, p310

² - RENNANE Rabeh, op-cit, p76.

³ - KRUGMAN Paul, OBSTFELD Maurice, CAPELLE-BLANCARD Gunther, et al, op-cit, p310

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

sont enregistrées sur une base nette.¹ Généralement, il existe deux grands types d'instruments financiers dérivés, les options et les contrats à termes².

D- Les autres investissements : Ils sont constitués des autres participations financières telles que, des dépôts, des prêts, des avances et des crédits commerciaux, des provisions et réserves d'assurances, ainsi que des allocations de DTS (Droits de Tirage Spéciaux).³

E- Les avoirs de réserve : Les actifs étrangers détenus par la banque centrale sont appelés avoirs de réserve. Ils sont constitués des créances brutes en Or, les droits de tirage spéciaux (DTS) et la position nette de réserve du FMI.⁴

3-2-3 Le compte de capital

Généralement, ce compte joue un rôle assez marginal dans la balance des paiements. Par exemple, en France au cours des années quatre-vingt-dix, le compte de capital ne représente que 0,3% des recettes et 0,1% des dépenses des comptes de transactions courantes. Ces transferts d'actifs internationaux, qui sont habituellement de faible importance, diffèrent de ceux qui sont enregistrés dans le compte financier. Les sources principales de ces revenus sont des activités non commerciales et financières. et parfois intangibles, tels que les droits d'auteur, les brevets et les marques commerciales.

A- Les transferts en capital : Ce compte rassemble les opérations qui entraînent le transfert de propriété d'un actif fixe ou l'engagement d'un créancier Sans compensation reçue telles que les remises de dettes et autres transferts. Par exemple, en 2007, les transactions internationales non enregistrées ou mal enregistrées ont entraîné un déséquilibre comptable négatif de 81,3 milliards d'euros pour la zone euro.⁵

B- Les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits: En général, ils sont constitués d'actifs incorporels tels que les brevets les contrats de location et autres contrats transférables, la marque. Cependant ce poste ne contient pas les propriétés non bâties situées sur le territoire d'une économie donnée, mais il peut inclure l'acquisition ou la vente de terres par une ambassade étrangère..

3-2-4 Erreurs et omissions. La balance des paiements n'est pas toujours parfaitement équilibrée, ce qui s'explique par la diversité des sources d'information. Les enregistrements des transactions en débit et en crédit ne se font pas parallèlement, cela entraîne une différence

¹ - RENNANE Rabeh, op-cit, P71.

² - la balance des paiements et la position extérieure de la France, Banque de France, 2015, P38.

³ - Ibid.

⁴ - Ibid, P41.

⁵ - KRUGMAN Paul, OBSTFELD Maurice, CAPELLE-BLANCARD Gunther, et al, op-cit, P315.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

entre la somme des montants enregistrés en débit et celle enregistrée en crédit. Cette différence représente exactement les erreurs¹.

3-3 L'enregistrement des opérations.

Toute opération internationale donne automatiquement lieu à l'enregistrement de deux écritures comptables dans la balance des paiements :

$$\text{Compte courant} + \text{compte financier} + \text{compte de capital} = 0$$

On peut également conclure de cette équation comptable que la somme du compte courant et du compte de capital doit obligatoirement être égale à la différence entre les importations et les exportations d'actifs, en d'autres termes, l'inverse du compte financier. Selon les cas, les opérations du compte financier sont inscrites de la façon suivante :

Tableau N°5 : L'enregistrement dans le compte financier.

| Débit (signe -) | Crédit (signe +) |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Actifs financiers étrangers détenus par le pays ↑• Actifs financiers nationaux détenus par l'étranger ↓ ex : entrée de devises | <ul style="list-style-type: none">• Actifs financiers étrangers détenus par le pays ↓• Actifs nationaux détenus par l'étranger ↑• ex : sortie de devises. |

Source : KRUGMAN Paul, OBSTFELD Maurice, CAPELLE-BLANCARD Gunther, et al, op-cit, P312-313.

Donc, le compte financier rassemble tous les transferts de fonds entre les résidents et les non-résidents. Ce compte détaille les flux financiers avec le reste du monde et repartie entre l'IDE, l'investissement de portefeuille, les produits financiers dérivés, les autres investissements et les avoirs en réserves.

3-4 Soldes significatifs de la balance des paiements.

La principale fonction de la balance des paiements est de mettre en évidence les déséquilibres propres à certains types d'opérations et de souligner les transactions qui compensent ces déséquilibres². Cela permet de mieux comprendre les flux économiques entre les pays et d'adopter des mesures adéquates pour rétablir l'équilibre.

¹ - RENNANE Rabeh, op-cit, P77.

² - KRUGMAN Paul, OBSTFELD Maurice, CAPELLE-BLANCARD Gunther, et al, op-cit, pp 310-320.

Tableau N°6 : Les comptes de la balance des paiements « détaillés ».

| | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Compte des transactions courantes. • Echange bien et services • revenus • transferts courants • Compte de capital • acquisition et cessions d'actifs non financiers • transferts en capital • Compte financier • IDE • investissement de portefeuille • produits financiers dérivés • autres investissements <ul style="list-style-type: none"> • Réserves • Erreurs et omission | <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%;"> <p>Balance des Transaction courantes</p> </div> <div style="width: 10%; text-align: center;"> <p>)</p> </div> <div style="width: 40%;"> <p>Besoin ou Capacité De Financement</p> </div> </div> <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%;"> <p>Compte Financier Privé de la BP</p> </div> <div style="width: 10%; text-align: center;"> <p>)</p> </div> <div style="width: 40%;"> <p>solde à financé</p> </div> </div> <div style="text-align: right; margin-top: 20px;"> <p>BG</p> <p>Financement de la BP Par les autorités monétaires</p> </div> |
|---|--|

Source : GUILLOCHONS Bernard, KAWECKI Annie, Economie internationale, commerce et macro économie, Dunod, 4 eme édition, Paris, 2003, p182.

La banque centrale déclare les stocks des avoirs de réserves et les opérations liées à cette catégorie d'actifs. Généralement les avoirs de réserves sont estimés à la fin de chaque mois sur la base des cours déterminés selon la méthode suivante ¹:

- L'or est évalué au cours du dernier jour du mois ;
- Les DTS sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;
- Les devises sont enregistrées au cours constaté à la date d'arrêté.

¹ - la balance des paiements et la position extérieure de la France, Banque de France, 2015, op-cit, p41.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

Généralement, lorsqu'un pays enregistre un excédent financier supérieur au déficit de sa balance courante, ses réserves de change augmentent, ce qu'on appelle un « solde général positif ». En revanche, si l'excédent financier ne permet pas de couvrir le déficit de la balance courante, ce qu'on appelle un « solde général négatif », cela conduit à une diminution des réserves de devises.

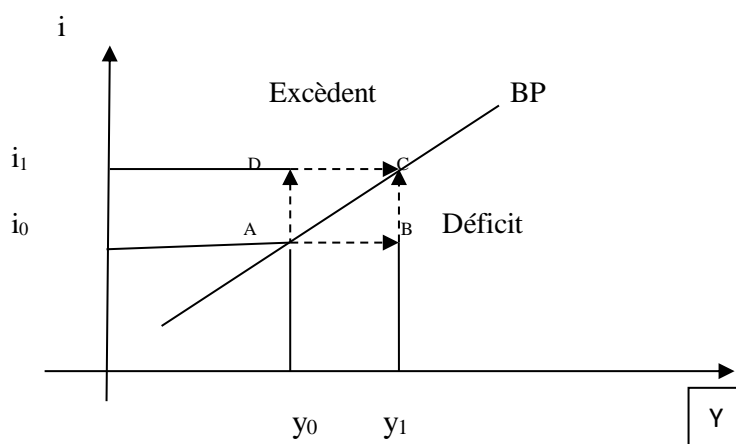
3-5 Construction de la courbe BP

En utilisant la condition d'équilibre de la balance des paiements :

$$BP = BTC + BOF = 00,00$$

Selon les formules précédentes, le revenu Y joue un rôle important dans la balance des transactions courantes « BTC », Alors que le taux d'intérêt est un facteur clé dans la balance des transactions financières « BOF ». En conséquence, pour un taux d'intérêt étranger « i^* » et un taux de change réel « TCR » donnés, l'équilibre de la balance des paiements est déterminé par une combinaison d'éléments tels que le revenu « y » et le taux d'intérêt « i ». ¹.

Figure N°13 : L'équilibre de la balance des paiements



Source : GENERAUX Jacques, op-cit, p140.

À partir d'un état d'équilibre $BP=0$ le point A est représenté sur la figure, si le revenu Y augmente de y_0 à y_1 « point B » la propension à importer positive implique une élévation des importations. En revanche, cela n'affecte pas la demande étrangère², cela implique que les exportations demeurent constantes. Par conséquent, l'augmentation du revenu Y entraîne à un déficit « BTC » au point B, avec « $BTC < 0$ ».

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, P129.

² - Ibid, P130.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

Dans cette situation, la problématique est de savoir comment combler ce déficit de la balance des transactions courantes?

Généralement cette demande supplémentaire de capitaux étrangers provoque une augmentation du taux d'intérêt local par rapport au taux étranger¹. Cette augmentation du taux d'intérêt national « i » se poursuit jusqu'à ce que l'entrée nette de capitaux récompense exactement le déficit de « BTC » on passe du point B au point C. Par conséquent, un revenu Y plus élevé suppose un taux d'intérêt plus élevé.

En ce qui concerne l'équilibre de la balance des paiements, nous avons remarqué que tout point positionné à gauche de BP implique un excédent de « BTC », Alors que tout point situé à droite de BP Entraîne un déficit de BTC² :

- Si le taux d'intérêt est trop élevé pour un niveau de revenu donné, cela entraînera des entrées nettes de capitaux qui provoquent une accumulation de capitaux supplémentaires ;
- Si le revenu est trop faible pour un taux d'intérêt donné, et donc des importations trop faibles, cela entraîne une augmentation de la balance des paiements ;

Donc à gauche de point BP, on a un excédent, inversement, à droite de BP, le taux d'intérêt et les entrées de capitaux sont trop forts pour équilibrer la balance des paiements.

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, pp 130-132.

² - Ibid., P131.

Section 2 : Les régimes de changes dans les pays émergents

Les régimes de change ont été classés selon deux grandes approches. La première approche, appelée méthode de jure, se concentre sur les déclarations officielles des pays. La deuxième approche, appelée classification de facto, se base sur les actions pratiques des pays.

1. Généralité sur les régimes de change

1.1 Définition des régimes de changes

Un régime de change se constitue de l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes et affectent ainsi le comportement du taux de change. Il existe une très grande variété de régimes de change, qui peuvent être classés en deux extrêmes « les régimes de change fixes et les régimes de change flexibles ».

1.2 Le choix d'un régime de change

Le choix d'un régime de change dépend de l'ensemble des objectifs économiques d'un pays, et ainsi, des restrictions qu'il doit supporter.

1.2.1 L'objectif principal de la politique économique

Le choix d'un régime de change vise à réaliser une croissance rapide et stable, ce qui affecte la stabilité et la compétitivité économique¹. Dès qu'ils sont prévisibles, les taux de change limitent l'incertitude pour les acteurs économiques dans leurs relations internationales, ce qui encourage l'investissement national, l'investissement direct et le commerce.

Généralement, un régime de change fixe est apprécié comme le plus approprié à la réalisation de cet objectif de stabilité. En principe, l'adoption d'un régime de change fixe peut être motivée par le besoin de maintenir une discipline anti-inflationniste.²

La stratégie d'ancrage peut être d'autant plus fondée, lorsque les régimes de change se focalisent uniquement sur la préservation de la compétitivité. Tandis que le taux de change nominal est périodiquement dévalué pour compenser les écarts d'inflation, cela peut générer un processus d'inflation importée, et créer un cercle vicieux « inflation – dépréciation »³.

Dans son célèbre article paru en 1961, Robert Mundell a démontré que le degré de mobilité des facteurs de production joue un rôle crucial dans une zone monétaire optimale. Par la suite, McKinnon (1963) a fourni une deuxième contribution aux zones monétaires optimales, en intégrant le critère de l'ouverture économique d'un pays. Selon McKinnon, une

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, pp 130-132.

² - Ibid.

³ - Ibid.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

économie ouverte a intérêt à adhérer à un régime de change fixe afin de réduire les fluctuations relatives entre les produits échangeables et non échangeables. Ainsi, Mundell (1961) et Kenen (1969) ont attiré l'attention sur la spécialisation économique « diversification de la production et de la consommation » comme condition essentielle pour l'optimalité des zones monétaires. Enfin, Kenen a conclu que les pays ayant une production variée, peuvent plus facilement choisir des régimes de change fixes.¹

1.2.2 La nature des chocs

Selon le modèle traditionnel de Mundell-Fleming, les autorités monétaires doivent prendre en considération la distinction entre les chocs nominaux et les chocs réels. Ainsi, lorsque l'économie est susceptible d'être affectée par des chocs nominaux, dans cette situation, on considère qu'un régime de change fixe est plus favorable. En revanche, lorsque les chocs frappants sont plutôt réels, un régime de change flexible est considéré comme plus avantageux². Cette différenciation permet aux autorités monétaires de adapter leur politique de change conformément à la nature des chocs économiques auxquels l'économie est confrontée.

1.2.3 L'intégration financière

Selon cette démarche, le choix du régime de change est défini par le degré d'intégration économique et financière des pays. En ce qui concerne les pays émergents, ils ne choisissent pas leur régime de change mais il leur est imposé par certains biens spécifiques. Leur situation se situe donc entre les deux extrêmes « régime de change fixe rigide et un flottement pur »³.

Dans cette perspective, il peut être utile d'établir une liste de facteurs qui impactent la sélection du régime de change, afin de déterminer quel régime de change est optimal dans chaque situation. Cette démarche permet de mieux comprendre les contraintes auxquelles les pays émergents sont confrontés dans le choix de leur régime de change.

¹ - Ibid, P22.

² - DRARNI Nacer, Estimate the equilibrium real effective exchange rate of the algerian dinar : a recent empirical study (1981-2008), Reformes Economiques et intégration en Economie Mondiale, ESC alger, N°10/2011, pp 07-30.

³- Ipid.

Tableau N°7 : Les déterminants d'un régime de change

| Caractéristiques économiques | Les conditions impliquées pour un de change flexible |
|--|--|
| La taille et le niveau d'ouverture de l'économie | <ul style="list-style-type: none"> - L'ouverture de l'économie entraîne des coûts élevés liés à la variation du taux de change. - plus l'ouverture est significative, plus l'économie est exposée aux chocs |
| Densité géographique du commerce extérieur. | <ul style="list-style-type: none"> - plus la part des échanges d'une économie avec un grand pays est forte, plus il est pertinent de définir le taux de change par rapport à la monnaie de ce pays pour maintenir la compétitivité. - la dépréciation de la monnaie locale entraîne un accroissement du poids de la dette extérieure libellée en devise, ce qui pratique un effet négatif sur la production. |
| L'écart entre l'inflation locale et mondiale | <ul style="list-style-type: none"> - plus l'écart est élevé, plus il est nécessaire d'ajuster régulièrement le taux de change pour empêcher une perte de compétitivité. |
| flexibilité de la main-d'œuvre | <ul style="list-style-type: none"> - plus la main-d'œuvre est souple et les salaires sont rigides, le besoin de flexibilité du taux de change est de plus en plus important afin de faire face aux chocs externes. - Dans l'hypothèse contraire (l'absence de flexibilité), des chocs réels asymétriques peuvent provoquer une réduction. |
| Mobilité des capitaux | <ul style="list-style-type: none"> - Dans un monde où les capitaux circulent rapidement, la politique monétaire devient restreinte et inefficace à influencer les conditions économiques réelles locales lorsque le taux de change est fixe. |
| La nature des chocs | <ul style="list-style-type: none"> - Lorsque l'économie est impactée par chocs monétaires les changes fixes sont plus appropriés. Au contraire si ces chocs sont de types réels, la flexibilité présente plus d'avantages. |

Source : BEN ALI Mohamed samir, libéralisation du compte capital et choix d'un régime de change : quelle portée pour la flexibilité en Tunisie, Revue tiers monde, N°188, Tunisie, Décembre 2006, pp863- 869.

Enfin, nous arrivons à la conclusion que les contraintes extérieures rendent difficile pour les pays possédant de faibles réserves de choisir un régime de change fixe¹. Dans une

¹ - DRARNI Nacer, op-cit, p 07-10.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

telle situation, un pays qui choisit un régime de change fixe ne pourra pas à tout moment financer ses déficits de la balance des paiements.

2. Les principaux régimes de change

Les principaux régimes de change sont classés par ordre de rigidité décroissante du taux de change, Dans cette partie, nous utiliserons la classification du FMI (1998).

2.1 Régimes fixes

La stabilité du taux de change est l'objectif principal d'un régime de change fixe, Ce régime implique la mise en place d'une parité de référence entre la monnaie locale et une devise, à laquelle la banque centrale ou l'autorité monétaire s'engage à échanger sa monnaie. Lorsque le marché des changes est libéralisé, le respect de cet engagement nécessite l'intervention de la banque centrale sur le marché des changes lorsque le taux de change diffère de la parité fixée. Cette opération peut se faire par l'achat de la monnaie locale si la monnaie tend à se déprécier, ou par sa vente si la monnaie tend à s'apprécier.¹

Lorsque le marché des changes est supervisé, la monnaie est inconvertible, la parité est fixée de manière arbitraire et soutenue de manière artificielle.

Dans ce cas, Chaque modification du taux de change est le résultat d'une décision du gouvernement, qui peut choisir de réévaluer ou de dévaluer la monnaie locale en fonction des situations.

Par conséquent, le maintien d'un taux de change fixe, et la protection de la monnaie à la parité déclarée, nécessite que la banque centrale possède un montant suffisamment important de réserves en devises pour faire face aux différentes pressions qui peuvent s'exercer sur la monnaie locale. On peut distinguer différents catégories de régimes de change fixe:

2.1.1 Régimes sans monnaie propre

Dans ce régime, la devise d'un autre pays est considérée comme la seule monnaie légale (dollarisation formelle), soit le pays est attaché à une union monétaire comme (l'UE, l'UEMOA...)². le panama qui utilise pendant une longue période le dollar américain est un exemple de dollarisation intégrale³.

2.1.2 Caisse d'émission.

Ce régime est basé sur un engagement explicite de changer la monnaie locale contre une devise à un taux fixe. La monnaie domestique émise est entièrement couverte à des actifs en

¹ - LAHRECHE- REVIL Amina, op-cit, p 94.

² - TEMMAR A.Hamid, la transition de l'économie émergente, références théoriques stratégies et politique, OPU, 2011, p 592.

³ - MARK Stone, HARALD Anderson, ROMAIN Veyrune, Régimes de change, Finance et développement, Mars, 2008, p 42.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

devises. Dans ce contexte, il est impossible d'exercer les principales fonctions de la banque centrale, telles que le contrôle monétaire et le rôle de prêteur en dernier ressort, ne sont plus possibles.¹

2.1.3 changes fixes.

Dans ce régime, la monnaie domestique est rattachée de manière formelle ou informelle à une autre monnaie ou à un panier de monnaies à un taux fixe, avec une marge de variation limitée de « +/- 1 ». Les banques centrales interviennent pour apporter leur soutien à cette parité fixe sans engagement. Cependant, une banque centrale d'un pays doté d'un tel régime n'a pas de politique monétaire autonome, car elle n'a pas de taux de change à ajuster et Les taux d'intérêt de cette dernière sont liés à ceux du pays de la monnaie d'ancrage.²

2.2 Régimes intermédiaires.

Les régimes d'arrimage souple « adaptable », En d'autres termes, il s'agit de monnaies qui maintiennent une valeur fixe par rapport à une monnaie d'ancrage.³

2.2.1 Bandes de fluctuations.

La valeur de la monnaie domestique est maintenue dans une plage de fluctuation, généralement « +/- 1 », par rapport à une parité centrale.

2.2.2 Change glissant (mini-dévaluation)

Dans ce cas, Le taux de change est souvent ajusté en effectuant de légères dévaluations, soit à un taux fixe ou en réponse aux changements de certains facteurs tels que l'écart d'inflation avec les principaux partenaires commerciaux. Parfois, l'arrimage varie au fil du temps, et souvent en fonction des variations de taux d'inflation entre les pays. Des exemples de pays utilisant ce type de change, on trouve « Costa Rica, la Hongrie et la Chine ».⁴

2.2.3 Bandes glissante

Dans ce genre de système, les autorités monétaires du pays en question s'engagent à défendre la parité lorsque le taux de change se rapproche des limites d'une bande de fluctuation. Un exemple concret de ce mécanisme est le système de change européen établi en 1979.

L'histoire montre que les régimes intermédiaires, tels que les parités fixes « ajustables » qui ont été populaires pendant une grande partie de l'après-guerre, ont une tendance à l'instabilité.⁵

¹ - TAMMAR A.Hamid, op-cit, p 592.

² - MARK Stone, HARALD Anderson, ROMAIN Veyrune, op-cit, p 42.

³ - Ibid.

⁴ - Ibid.

⁵ - BAILLIU Jeannine, MURRY John, les régimes de change dans les économies émergentes, Revue de la banque de CANADA, Hiver 2003, p19.

2-3 les régimes flexibles.

Comme son nom l'indique le taux de change flottant est défini par le marché, et parmi les types de change flexibles, on peut mentionner les suivants:

2-3-1 flottement géré.

Dans ce système de change, les banques centrales jouent un rôle actif dans l'influence des fluctuations des taux de change, sans spécifier ou « pré-annoncer » une trajectoire précise, et surtout sans cibler un niveau du taux de change. ¹.

2.3.2 Flottement pur.

Dans ce système Le taux de change est influencé par les fluctuations du marché, et les interventions éventuelles visent à modérer les fluctuations du taux de change sans fixer un niveau spécifique. Dans certains pays tels que « la Nouvelle-Zélande, la Suède, l'Islande, les États-Unis et la zone euro » les autorités monétaires ne prennent pas de mesures pour administrer les taux de change. ².

L'avantage des régimes de change flottants réside dans la possibilité d'appliquer une politique monétaire indépendante. Dans les pays qui adoptent ce régime, il est crucial que le marché des changes et les autres marchés financiers soient assez développés pour faire face aux chocs sans entraîner de variations significatives du taux de change. ³. Ainsi, dans un régime de change fixe, La politique monétaire n'a plus d'autonomie car les variations des réserves de change neutralisent l'impact initial de la masse monétaire. En revanche, dans un régime de change flexible, la marge de manœuvre semble plus grande, car les fluctuations du taux de change sont supposées rétablir automatiquement l'équilibre de la balance des paiements.

3. L'influence de la politique monétaire sur le taux de change.

Le processus de la parité non couverte des taux d'intérêt établit une relation entre les prévisions de variations du taux de change et l'écart des taux d'intérêt. Elle permet d'expliquer comment la politique monétaire peut potentiellement affecter le taux de change.

Selon cette théorie, l'écart de rendement entre différentes devises, par exemple⁴ « un placement en euros (R€t) et un placement en dollar (R\$t) » doit être égale au taux de variation anticipé du cours de change du dollar vis-à-vis de l'euro, en utilisant la formule suivante. :

¹ - TAMMAR A.Hamid, op-cit, p593.

² - MARK Stone, HARALD Anderson, ROMAIN Veyrune, op-cit, p42.

³ - Ibid.

⁴ - DRUMETZ Françoise, PFISTER Christian, SAHUC Jean-Guillaume, op-cit p199.

$$(R_{e,t} - R_{\$t}) = (E_t e_{t+1} - e_t)$$

Par exemple, quand les États-Unis mettent en place une politique monétaire plus stricte, ce qui se transmet dans les taux d'intérêt du marché américain, Cela réduit l'attrait des investissements en dollars par rapport aux devises étrangères. Cela entraîne des mouvements de capitaux et une diminution du taux de change nominal du dollar. Selon cette démarche, le taux de change du dollar devrait diminuer suffisamment pour créer des anticipations d'appréciation équivalentes au nouvel écart des taux d'intérêt¹.

À l'occasion d'un discours à Rome à la fin janvier 2000, Tommaso Padoa-Schioppa « membre du conseil d'administration de la BCE » Il a mentionné l'importance cruciale du taux de change dans la détermination de la politique monétaire. Cependant, selon Pedro Solbes, il n'y avait pas de relation entre une politique monétaire bien définie et le taux de change.²

3.1 L'impact de la dépréciation sur les prix

Dans cette situation, on suppose généralement qu'une dépréciation de la monnaie locale entraînera une augmentation du taux d'inflation en rendant les produits importés plus chers. Cependant, ce n'est pas nécessairement le cas. D'abord, cela dépend largement de la part des biens négociés par rapport au PIB et de l'élasticité des prix de la demande des importations.

De plus, si les prix augmentent en raison du taux de change pour un objectif monétaire donné, cela peut conduire à une réduction des agrégats monétaires, une hausse des taux d'intérêt et un ralentissement de la demande intérieure, exerçant ainsi une pression à la baisse sur les prix ».³

Donc si la politique monétaire est stable, une augmentation des prix à l'importation sera ajustée par une diminution proportionnelle des autres prix⁴.

Ainsi, une dépréciation de la monnaie locale n'entraîne pas nécessairement une hausse du niveau général des prix quel que soit le mécanisme de transmission, et le résultat dépendra en partie de la volonté des autorités monétaires d'assurer la stabilité de la situation monétaire générale, ainsi que de l'efficacité des mesures compensatoires mises en place. Quand une dépréciation se combine à un taux d'inflation déjà en progression, la réaction principale sera probablement une augmentation des taux d'intérêt, exactement comme l'a fait la Banque centrale européenne « BCE le 3 février 2000 »⁵.

¹ - Ibid.

² - BEN PATTERSON, DAGMARA Sienkiewics, XAVIER Avila, op cit, p39.

³ - OCDE, 1985.

⁴ - BEN PATTERSON, op cit, p40.

⁵ - Ibid, p45.

Section 3 : L'efficacité de la politique monétaire

Dans les années 1950, la tâche principale de la politique monétaire était la stabilisation macroéconomique, en raison de sa flexibilité « une croissance économique sans inflation ». Dans ces conditions, les banques centrales étaient chargées de superviser deux objectifs principaux la croissance et l'inflation.

De plus, cette approche a été utilisée jusqu'à la période de stagflation. Ainsi, la découverte de la courbe de Phillips et l'apparition du monétarisme ont constitué une période privilégiée pour évaluer l'efficacité de la politique monétaire. De plus, la politique monétaire vise désormais à atteindre à la fois le plein emploi et l'équilibre de la balance des paiements.

1. La politique monétaire dans un régime de change fixe

Principalement, dans les régimes de change fixe, le taux de change de la monnaie locale est précisément fixé par les interventions de la banque centrale sur les marchés des changes. Si le déficit de la balance des paiements se produit, cela se traduit par une sortie de devises vendues par la banque centrale à un taux fixe contre la monnaie locale. Ensuite, le résultat de cette action est une baisse de la masse monétaire et le déplacement de la courbe LM à gauche.¹

En revanche, lorsque la balance des paiements enregistre un surplus, cela se traduit par un flux net de devises converties à un taux fixe par rapport à la monnaie domestique. Enfin le résultat est que la masse monétaire augmente et la courbe LM se déplace vers la droite.²

1.1 Le mécanisme d'équilibre dans un régime fixe (mobilité parfaite).

Sous l'hypothèse que la balance des paiements est déficitaire, la valeur de la monnaie domestique a tendance à se déprécier, l'offre de monnaie locale étant supérieure à sa demande. Dans ce cas, la banque centrale agit pour préserver la valeur de la monnaie nationale en achetant la monnaie locale en échange de monnaies étrangères. En conséquence, la masse monétaire baisse, ce qui cause un déplacement de la courbe LM à gauche, ainsi que le revenu, ce qui freine les importations. D'autre part, le taux d'intérêt accroît, ce qui favorise les entrées de capitaux.³

En revanche, si le gouvernement cherche à atteindre l'objectif de revenu « Y_1 », il pratique donc une politique monétaire expansionniste, qui déplace la droite LM vers la droite. Par la suite, Sur le marché monétaire interne, le taux d'intérêt baisse, par conséquent, la chute de taux d'intérêt provoque des sorties de capitaux et un déficit de balance des paiements.

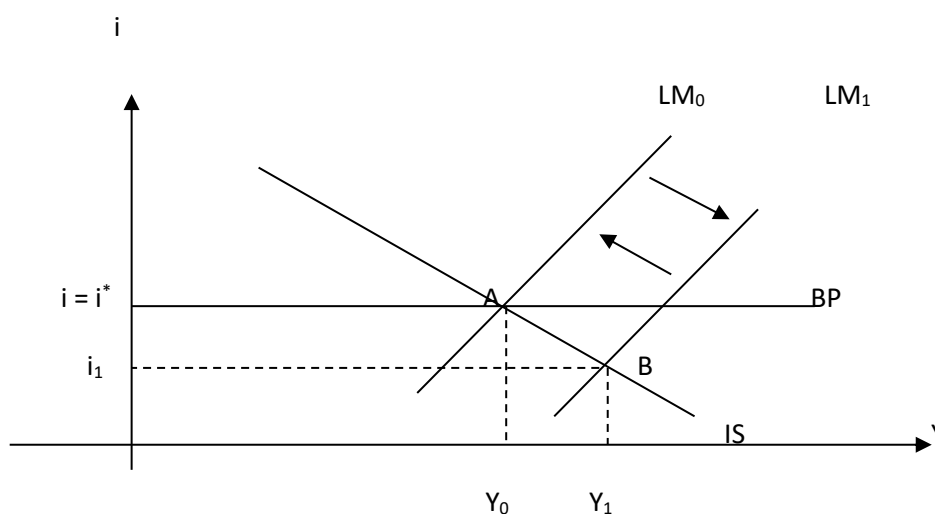
¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, op-cit, p142.

² - Ibid, p143.

³ - GENERAUX Jacques, op-cit, p142.

Figure N°14 : L'ajustement de Balance des paiements en régime de change fixe

(Mobilité parfaite des capitaux)



Source : GENERAUX Jacques, op-cit, P143.

Dans cette figure, l'autorité monétaire cherche à atteindre l'objectif de revenu « y_1 » en appliquant une politique monétaire expansionniste, ce qui provoque le déplacement de la courbe « LM_0 vers LM_1 ». Par conséquent, le taux d'intérêt baisse jusqu'à atteindre « i_1 ». Cependant, la chute du taux d'intérêt provoque des sorties de capitaux et un déficit dans la balance des paiements, ce qui a un impact négatif sur le taux de change et la valeur de la monnaie domestique. Pour éviter cette dépréciation, la banque centrale intervient sur le marché monétaire¹. Ce processus continuera tant que la courbe « LM » n'est pas déplacé à son point de départ « LM_0 », et le point « B » ne représente qu'un équilibre temporaire.

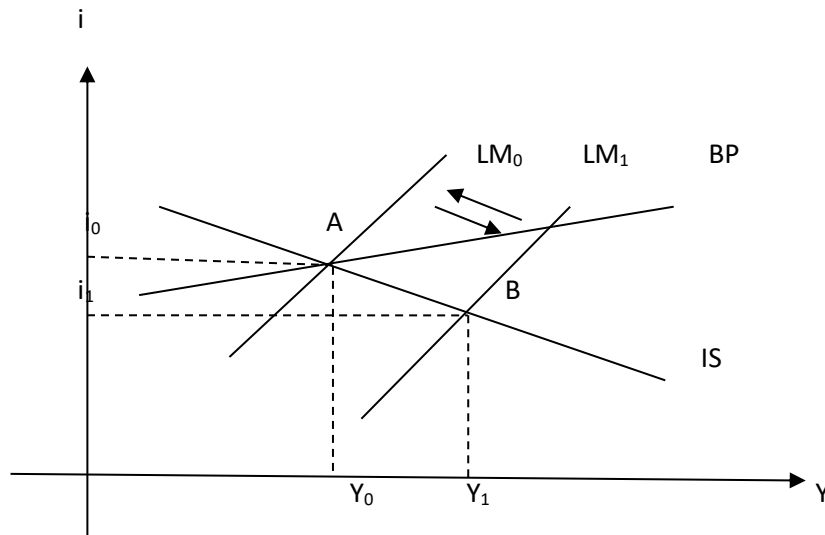
1.1 Le mécanisme d'équilibre dans un régime fixe (mobilité imparfaite)

Généralement, on pose la question de mobilité faible lorsque la pente de la balance des paiements dépasse celle de la courbe LM^2 . En revanche, dans le cas inverse, nous parlerons de mobilité relativement forte.

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, p143.

² - Ibid.

Figure N°15 : L'ajustement de Balance des paiements en régime de change fixe
(Mobilité imparfaite des capitaux)



Source : GENERAUX Jacques, op-cit, P147.

Dans ce cas, la pente de la balance des paiements est plus faible que celle de la courbe « LM », ce qui signifie une mobilité relativement forte des capitaux. Le point de départ est représenté par « le point A » avec un niveau de revenu Y_0 et un taux d'intérêt i_0 . En utilisant une politique monétaire expansionniste LM_0 est déplacé vers LM_1 ¹, le résultat « une augmentation du revenu, passant de Y_0 à Y_1 » qui correspond au point B. Cependant, cette augmentation du revenu et diminution de taux d'intérêt entraîne une sortie de capitaux et donc un déficit de la balance des paiements.

L'expansion du revenu favorise les importations et crée un déficit des transactions courantes. Ces deux sources de déficit visent à déprécier le taux de change². Les interventions de la banque centrale pour empêcher la dépréciation diminuent l'offre de monnaie, et la courbe LM se déplace vers la gauche, on retourne à LM_0 ³. Dans ce cas la politique monétaire est inutile « inefficace », et que la mobilité des capitaux, quel que soit son degré « forte ou faible », la politique monétaire reste toujours inefficace.⁴

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, pp 140-147

² - Ibid.

³ - Ibid.

⁴ - Ibid, P148.

2. La politique monétaire dans un régime de change flexible

Nous allons voir à présent les mêmes politiques monétaires avec deux différentes possibilités « la mobilité parfaite et imparfaite de capitaux ».

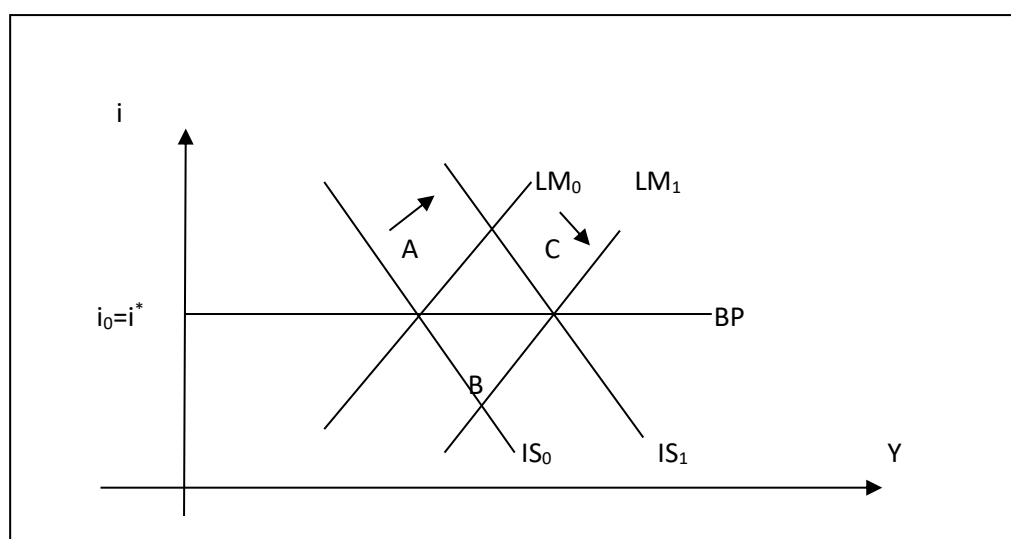
2.1 Le mécanisme d'équilibre dans un régime flexible (mobilité parfaite)

Une politique expansionniste déplace la courbe de « LM_0 vers LM_1 », ce qui provoque un déplacement de l'équilibre du « point A » vers le « point B ». Cependant, étant donné que les taux de change sont flexibles, par conséquent, la courbe LM n'est plus influencée par le montant de la balance des paiements¹.

Le déficit ou l'excédent extérieur ne se traduit plus par des achats ou des ventes de devises par rapport à la monnaie locale, mais en diminuant ou en augmentant le taux de change jusqu'à ce que le déséquilibre disparaisse. Il n'y a plus de niveau unique de revenu, car le taux de change s'ajuste instantanément sur le marché dès qu'une tendance de déficit ou d'excédent extérieur apparaît².

Figure N°16 : L'ajustement de Balance des paiements en régime de change flexible

(Mobilité parfaite des capitaux)



Source : GENERAUX Jacques, op-cit, P147

Une politique monétaire expansionniste entraîne un déplacement du « point A vers le point B ». La diminution du taux d'intérêt et les sorties de capitaux provoquent une tendance au déficit, et à la dépréciation du taux de change. Ainsi, la dépréciation de la monnaie

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, P147.

² - BEN PATTERSON, DAGMARA Sienkiewics, XAVIER Avila, op cit, pp 39- 40.

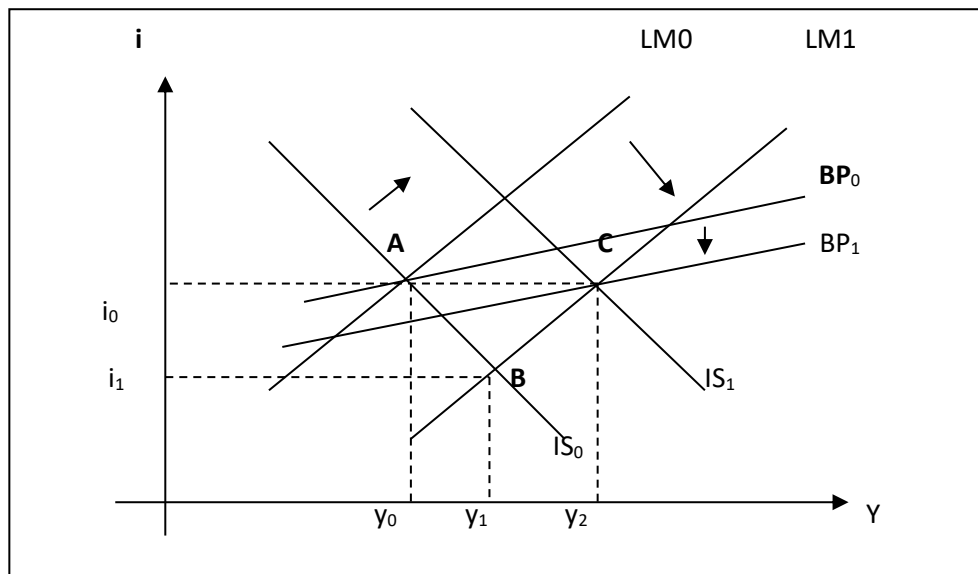
Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

nationale se produit. Cela améliore la compétitivité « prix » des produits locaux, le résultat est « une augmentation des exportations et une diminution des importations ». En conséquence, la courbe IS se dirige vers la droite, ce qui implique un autre point d'équilibre. « C » avec un revenu y_2 , plus élevé¹. Donc, quelle que soit la pente de « BP », L'expansion monétaire provoque une dépréciation du taux de change, ensuit une augmentation des exportations².

2-2 le mécanisme d'équilibre dans un régime flexible (mobilité imparfaite)

Une politique monétaire expansionniste déplace la courbe LM_0 vers LM_1 , cela entraîne une hausse de la demande intérieure, stimulant ainsi les importations et génère un déficit dans la balance courante³. Ensuite, la baisse du taux d'intérêt engendre des sorties de capitaux et un déficit dans la balance des capitaux, ce qui provoque une dépréciation de la monnaie locale. Cette dépréciation stimule les exportations « les actifs locaux deviennent moins chers » et ralentit les importations, ce qui déplace la courbe « IS » à droite, ainsi que la courbe « BP », jusqu'à l'atteinte de l'équilibre global.

Figure N°17 : L'ajustement de Balance des paiements en régime de change flexible (Mobilité imparfaite des capitaux)



Source : GENERAUX Jacques, op-cit, p 151.

Puisque la balance des paiements est déficitaire, et puisque ce mouvement de déficit est rapidement corrigé par une dépréciation spontanée de la monnaie nationale, ce comportement améliore la compétitivité des produits locaux. Cela déplace « BP et la courbe de IS vers à droite », on atteint un autre point d'équilibre noté « C » avec un nouveau revenu y_2 plus

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, p150.

² - H.LUNDERT Peter, A.PUGEL Thomas, Economie Internationale, Economica, 1996, p 666.

³ - GENERAUX Jacques, op-cit, p150.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

élevé¹. Donc quelle que soit la pente de « BP », L'expansion monétaire cause une dépréciation du taux de change, par la suite une augmentation des exportations et enfin l'effet de relance initial.

3. Les combinaisons entre la politique monétaire et budgétaire

Dans les régimes de change fixes, la politique budgétaire est le seul outil à utiliser pour réaliser l'équilibre interne, et cela, à condition qu'il existe une certaine mobilité des capitaux. Par contre, la politique monétaire perd toute autonomie dans un régime de change fixe en raison de la dispersion des réserves de change, qui annule l'impact primaire sur la masse monétaire. Ce phénomène est appelé le « triangle des incompatibilités ». Ainsi, il est impossible pour un pays d'atteindre à la fois la stabilité du taux de change, la flexibilité des capitaux et l'efficacité de sa politique monétaire.²

En principe, deux de ces trois caractéristiques peuvent être compatibles ou regroupés. Ainsi, la politique monétaire ne peut retrouver son efficacité que si le pays renonce soit à la stabilité du taux de change, soit à la libre circulation des capitaux. Cependant, dans un régime de changes flexibles, la marge de manœuvre est plus grande, puisqu'il est supposé que les fluctuations du taux de change rétablissent automatiquement l'équilibre de la balance des paiements. Dans ce contexte, le degré de mobilité des capitaux devient déterminant. Une plus grande mobilité des capitaux rend « la politique monétaire plus efficace et la politique budgétaire moins efficace »³.

En effet, une expansion budgétaire provoque une hausse des taux d'intérêt, ce qui stimule les capitaux étrangers. Si la mobilité des capitaux est très élevée, cela se reflète par un excédent dans la balance des paiements « PB⁺ », ce qui entraîne à une appréciation du taux de change. Cette appréciation dégrade la compétitivité internationale des produits locaux, et baisse la demande étrangère. Par la suite, un effet dépressif qui restreint l'effet expansionniste de la politique budgétaire.⁴

Ainsi, l'impact d'éviction financière est diminué par l'arrivée de capitaux étrangers, mais il est substitué par l'effet d'éviction causé par le taux de change. En effet, l'expansion monétaire se manifeste par une baisse du taux d'intérêt, des sorties de capitaux et une dépréciation du taux de change.

On outre, ces résultats sont valables uniquement si la souplesse des taux de change assure à tout moment l'équilibre de la balance des paiements, si tel n'est pas le cas, la contrainte de

¹ - GENERAUX Jacques, op-cit, p150.

² - Ipid, p153.

³- H.LUNDERT Peter, A.PUGEL Thomas, op-cit, 1996, p 666

⁴ - Ibid.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

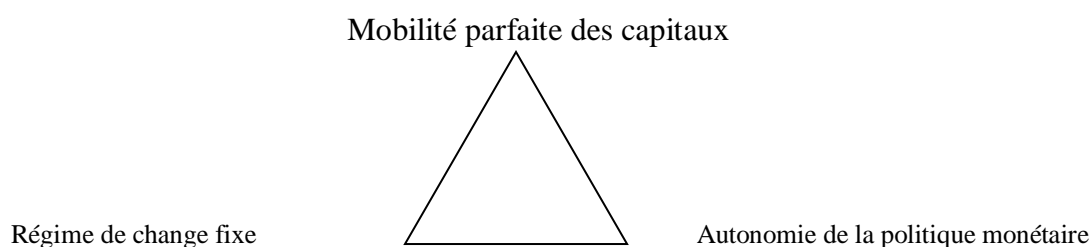
l'équilibre extérieure continue à peser sur la politique économique, quel que soit le régime de change. Plutôt que d'utiliser un seul instrument, il convient alors de combiner les deux instruments pour chercher simultanément l'équilibre interne et équilibre externe

Finalement, il est important de signaler que ces résultats sont valables juste si la flexibilité des taux de change assure à tout moment l'équilibre de la balance des paiements. Autrement, la contrainte de l'équilibre extérieur continue à affecter la politique économique, indépendamment du régime de change adopté. Au lieu de d'utiliser un seul instrument, il convient alors d'associer les deux outils pour chercher simultanément l'équilibre interne et externe

4. Triangle d'impossibilité de Mundell.

Selon Robert Mundell, il est impossible d'obtenir simultanément une parfaite mobilité des flux de capitaux, et l'autonomie de la politique monétaire dans un régime de change fixe.

Figure N°18 : Trinité impossible de Mundell.



Source : ARTUS Patrick, le triangle d'impossibilité et la chine, Revue économie financière, N102, 2011, P 30.

Dans cette situation, lorsque les capitaux circulent librement, les autorités monétaires se trouvent dans l'obligation d'agir sur le marché pour maintenir la parité de la monnaie domestique, « Dans ce contexte, la politique monétaire n'est pas autonome ». Ainsi, face à ces flux de capitaux, un pays doit faire un choix entre un régime de change fixe, visant à stabiliser la monnaie domestique (objectifs externes), ou une politique monétaire indépendante. (Objectif interne).¹ Selon ce dilemme, on ne peut avoir que deux des trois possibilités du ce triangle, ce qui implique de faire le choix entre les scénarios suivants² :

- Autonomie financière: cette situation caractérise les années soixante-dix « contrôle des flux de capitaux, régime de changes fixes, autonomie monétaire et budgétaire » ;

¹ - ARTUS Patrick, le triangle d'impossibilité et la chine, Revue économie financière, N102, 2011, p 30.

² - Ibid.

Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire

- Dépendance monétaire: cette position caractérise les années soixante-dix « libre circulation des capitaux, dépendance monétaire, changes fixes » ;
- changes flottants : cette position apparaitre dans les années quatre-vingt-dix, pour les principales monnaies mondiales « libre circulation des capitaux, autonomie monétaire et changes flottants ».

En revanche, la chine, nous démontre comment avoir à la fois les trois possibilités de triangle d'impossibilité « mobilité des capitaux, taux de change contrôlé et politique monétaire autonome ». Pour cela, il faut¹ :

- une accumulation de réserves de change et essayer de les stériliser le plus possible ;
- contrôle de crédits ;
- l'utilisation des taux d'intérêt et des taux de réserves obligatoires.

Ainsi, parmi les inconvénients de cette méthode de détournement du triangle d'incompatibilité² :

- la politique monétaire ne peut être entièrement dirigée par des outils de marché ;
- distorsions de taux d'intérêt « les taux de marché plus bas que les taux administrés ».

Enfin, la macroéconomie monétaire n'a pas encore fourni les instruments nécessaires pour démontrer la supériorité d'un régime de change sur un autre et de définir les conditions optimales d'une union monétaire³.

¹ - ARTUS Patrick, P 40.

² -Ibid.

³ - DRUMETZ Françoise, PFISTER Christian, SAHUC Jean-Guillaume, p 173.

Conclusion

La transition des politiques de change ne peut être intéressante que si le régime de change est relié aux objectifs « finaux et intermédiaires » de la politique monétaire. En réalité, gérer la politique de change consiste à arbitrer entre plusieurs objectifs « l'inflation, l'emploi, la croissance, la compétitivité ».

En revanche, il n'existe pas en réalité un régime de change universel qui soit optimal et applicable à tous les pays. Et même pour un pays donné, il n'existe pas un régime meilleur constamment. Ainsi, les études empiriques et théoriques confirment que, ni les critères définis par la théorie de la zone monétaire optimale « ZMO », ni d'autres critères définis par les nouvelles théories, ne sont des indicateurs parfaits du choix du régime de change. Ainsi, Selon LEPERS Etienne, la trinité impossible en pratique a connu une évolution au niveau de ses composantes, caractérisée par une diminution au niveau de la stabilité du taux de change et une augmentation au niveau de l'ouverture du compte financier.

Enfin la décision de sélectionner une politique de change, ne peut être quelque chose de standard qui s'applique de manière uniforme à tous les pays et de la même manière. En résumé, le choix de politique de change pour « PED », ne peut qu'être sélectif et pragmatique.

Chapitre 3

La politique monétaire face à la libéralisation financière

Introduction

Les investisseurs savent bien que la politique monétaire est un élément important dans la détermination du prix des actions et également pour les mouvements internationaux des capitaux. Dans cette optique, les mouvements de capitaux sont devenus un facteur central dans l'activité économique internationale, et même le changement de la structure des flux de capitaux à long terme qui est également significatif. Ce marché mondial des capitaux inclut des catégories variées, tels que le marché des actions, marchés des obligations, marché de cash, et marchés des produits dérivés ».

Dans ce chapitre, on pose la question des interactions entre la sphère financière et la sphère réelle de l'économie. En pratique, les taux d'intérêts réels élevés rendent le capital financier plus attirant que le capital productif. Les entreprises sont encouragées à se désendetter ou d'effectuer des investissements financiers. En conséquence un ralentissement de la croissance et l'apparition de chômage.

De plus, l'étude des interactions entre la sphère financière et la sphère réelle de l'économie mérite d'être approfondie, d'une part sur la contraction et d'autre part sur les différentes formes de financement de la croissance économique « où le progrès technologique et l'innovation constituent un moteur essentiel ». Ainsi, dans ce chapitre, nous avons focalisé sur les points suivants :

- La libéralisation financière ;
- L'impact de la libéralisation financière et les flux de capitaux sur des indicateurs macro-économiques.

Section 1 : La libéralisation financière

La libéralisation financière est un processus complexe, pour lequel n'existe aucune définition précise. En outre, la mondialisation est déterminée comme un accroissement de l'intégration économique internationale, qui se manifeste par une accélération marquée des échanges internationaux de biens et services à travers une évolution croissante des capitaux.

1. L'aspect fondamental et théorique.

Généralement, la libéralisation inclut diverses mesures qui tendent à promouvoir le développement des échanges internationaux. En éliminant les barrières douanières ou d'autres natures. D'après R. McKinnon, la libéralisation est une option parfaite pour échapper au régime de répression financière, et constitue un outil efficace d'accélérer la croissance économique dans les pays en développement.

1.1 Définition de la libéralisation financière

Selon Murat Ucer, la libéralisation est une politique incluant un ensemble de mesures dans le but d'écartier les contraintes imposées au secteur financier et bancaire des pays en voie de développement ou émergents. Cela englobe, la libéralisation des taux d'intérêt bancaires, et l'abaissement des limitations sur les opérations liées au compte de capital. L'objectif de ce processus est de réformer à la fois le secteur interne et externe des pays concernés.¹

La notion de libéralisation financière* a été introduite grâce aux travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973)** qui soutiennent que la répression financière caractérisée par un contrôle direct ou indirect des pouvoirs publics sur le secteur bancaire est défavorable pour la performance économique. Ces auteurs pensent que la libre détermination du taux d'intérêt à son niveau d'équilibre exercerait un effet positif sur la croissance économique². Cette idée a été appliquée par de grandes institutions internationales telles que la Banque Mondiale et le FMI.

¹ - MURAT Ucer, notes on financial liberalization , proceeding of the séminar , Macro-economic management: new méthodes and current policy issues , turkey, 2000, p 01.

* Entrées de capitaux, hausse de l'investissement et de la croissance, développement du marché financier national, incitation à l'innovation, sont les maîtres-mots de cette libéralisation

** À travers l'école dite de la répression financière.

² - KERZABI Dounya, BENBOUZIANE Mohamed, Crise bancaire et libéralisation financière externe : Une analyse en données de panel sur quelques pays de la zone MENA, revue ELMOGAR, Volume 1 N°1, 2017, pp 56-60.

1.2 Les caractéristiques d'une économie financièrement libéralisée

La libéralisation financière englobe la dérégulation à trois niveaux, le secteur financier, le compte de capital et le marché financier .Ainsi, un secteur financier entièrement libéralisé se distingue par :¹

- la libéralisation des taux d'intérêt, c'est-à-dire l'absence de supervision des taux débiteurs et créditeurs ;
- l'abandon de la politique de crédit sélective ;
- les placements en devises sont également autorisés ;

Un compte de capital est complètement libéralisé lorsque :

- les banques et les entreprises ont la capacité d'emprunter librement à l'étranger.
- Garantir la liberté d'entrée et de sortie des capitaux en éliminant toutes les contraintes cela n'implique pas nécessairement une absence totale de l'intervention de l'État dans l'économie.
- un compte de capital est complètement libéralisé est caractérisé par :
- l'objectif d'un marché boursier entièrement libéralisé est de stimuler les investissements étrangers en permettant l'acquisition sans restriction de titres ;
- il est primordial que l'État assure une solide structure judiciaire afin d'assurer ces conditions ;
- le rapatriement des dividendes est libre.

Ainsi, ces trois niveaux permettent d'évaluer le degré de libéralisation. Selon Kaminsky et Schmukler « La libéralisation est complète lorsqu'au moins deux des trois secteurs sont libéralisés entièrement tandis que le troisième secteur est partiellement libéralisé ». En revanche, un pays est partiellement libéralisé lorsqu'au moins deux des trois secteurs sont partiellement libéralisés. Dans les autres cas, le pays est jugé comme économie fermée.²

¹ - G Kaminsky et S.L Schmukler , short- run pain, long –run gain, financial libéralisation and market cycles , review of finance, N°12, 2008, p281.

² - FATTOUM Asma, « Politique Monétaire et gestion Macro-économique des entrées de capitaux », thèse de doctorat en sciences économiques, université Louis Lumière- Lyon2, 2005, p22.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

1.3 Les objectifs de la libéralisation

Parmi les objectifs de la libéralisation financière, on peut mentionner les points suivants :¹

- la potentialité d'atteindre le taux d'intérêt d'équilibre ;
- pour une bonne relation entre le marché financier national et les marchés internationaux pour attirer les fonds nécessaires au financement de l'investissement ;
- pour une bonne allocation de l'épargne.

Tableau N°8: Les objectifs de la libéralisation financière

| Labelles | Les mesures | Les objectifs |
|------------------------------|---|--|
| Système Financier Domestique | - L'annulation de la régulation des taux d'intérêt ; - L'abandon de l'encadrement de crédit - développement de nouveaux produits de financement ; - suppression des réserves obligatoires. | - plus grande efficacité de l'allocation des fonds ; - mobilisation et utilisation plus efficace de l'épargne ; - Encouragement des innovations ; - l'adaptation de système domestique à la concurrence internationale. |
| Système Financier Etranger | - L'annulation du contrôle de change ; - L'ouverture du compte capital ; - Liberté d'installation des institutions financières. | |

Source : NDONG Benjamin, Marché Boursiers émergents et problématique de l'efficacité, thèse Doctorat en sciences économiques, université de Franche-Comté, 2007, pp111-117.

Selon Mc Kinnon, des taux des réserves obligatoires élevées permettent aux banques centrales d'octroyer des prêts plus importants à l'État pour répondre à ses exigences de financement, mais Cela génère une inefficacité de la fonction de répartition du système

¹ - ZENASNI Soumia, BENHABIB Abderrezak, les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique : analyse empiriques sur le cas algérien, deuxième colloque international sur la bonne performance financière et les défis de la performance environnementale, Université de OUARGLA, le 22 et 23 novembre 2011, PP 02,03.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

financier¹. Cependant, selon Stiglitz*, en matière d'allocation des crédits, l'État peut être plus efficace que le système financier.

2. Les Formes de la Libéralisation

En pratique, il existe deux formes importantes de la libéralisation financière, qui peuvent être mises en œuvre à divers niveaux dans un pays. :

2.1 Libéralisation interne

La libéralisation englobe plusieurs procédures, telles que² :

- la dérégulation des taux d'intérêt « débiteur-créditeur » des crédits ;
- l'abandon des réserves obligatoires et le renforcement de la concurrence bancaire ;
- la suppression des politiques de crédit préférentiel destinées à certains secteurs économiques considérés prioritaires. En outre, son objectif est aussi de réduire la fiscalité sur les activités financières.

Enfin, la libéralisation conduit également à un changement des conditions d'activité pour les institutions financières, dans le but de motiver la concurrence et de garantir un accès libre au marché, tant pour les institutions bancaires que non bancaires, et même la levée des restrictions sur les titres pour les résidents et les étrangers. ³

2.2 Libéralisation externe : Ce concept implique la suppression des restrictions des activités financières ayant un lien avec l'extérieur, qui est peut être synthétisé par les points suivants :⁴

- L'annulation des contraintes appliquées aux opérations du compte de capital et même sur le compte financier de la balance des paiements ;
- la libéralisation des marchés financiers ;
- l'ouverture du compte de capital, qui représente l'abandon du contrôle sur les emprunts étrangers, les flux de capitaux étrangère, et la simplification de la réglementation des changes ;
- la levée des contraintes appliquées à l'investissement direct ;

¹ - NDONG Benjamin, Marchés Boursiers émergents et problématique de l'efficience, op-cit, pp111-117.

* Joseph Stiglitz a vivement critiqué la mondialisation et la libéralisation financière. Il pointe notamment le rôle négatif du FMI et de la Banque Mondiale qui, en imposant aux pays en développement des politiques libérales inspirées du « consensus de Washington »

² - Ibid.

³ - BEN GAMRA.S, CLÉVENOT. Mickael, libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions, CEPN working paper, université de paris, Vol 13, N° 08, 2006, p10.

⁴ - Ibid., p14.

2.3 Libéralisation totale

Cette démarche, consiste à mettre en œuvre, à la fois, toutes les phases de libéralisation financière, sans accorder d'importance à la nécessité d'une mise en œuvre progressive. Les pays qui ont opté pour cette approche ont été largement exposés à des crises bancaire et financière.¹

Tableau N°9 : Les caractéristiques de la libéralisation totale

| Système financier domestique | Marché boursier | Compte capital |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • les taux d'intérêt « pas de contrôle sur les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs, ni de plafonnement » ; • annulation de l'encadrement de crédit ; • dépôt de devise est autorisé ; • Une réserve obligatoire peut être instaurée, mais à un taux inférieur à 10%. | <ul style="list-style-type: none"> • les investisseurs étrangers peuvent détenir des capitaux domestiques sans contraintes ; • le capital, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés librement « dans un délai de 02 ans » ; • Seuil minimum de maturité exigé pour les emprunts engagés par les banques et les entreprises locales à l'étranger ne dépasse pas 2ans ; • il n'existe pas de taux de change exclusif pour les opérations courantes ni pour les transactions en compte capital. | <ul style="list-style-type: none"> • les banques et les entreprises peuvent choisir librement au financement international ; • aucune contrainte imposée sur les opérations du compte courant ou de compte capital, y compris en ce qui concerne les sorties de capitaux. |

Source : KAMINSKY.G, SCHMUKLER.S, op cit, P 281.

¹ - CH.y , ineficiencias from financial libéralization in the absence of well-fonctionning equity markets, journal of money, Crédit and Banking, Vol 18, N 02, 1987, p 199.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

Généralement, la libéralisation a des influences positives sur l'investissement et la performance macroéconomique à court terme, ce qui engendre une réduction du coût du capital et le rend disponible aux investisseurs.¹ En revanche, sur le long terme la libéralisation a souvent été accompagnée de perturbations et de crises financières.

2.4 Libéralisation Partielle

Il est essentiel de citer que, lorsque les réformes sont graduelles la libéralisation peut perdre de son impulsion avec le temps. En revanche, plus les actions de réforme sont rapides, plus les bénéfices potentiels sont significatifs, mais cela peut générer des coûts plus élevés liés à la transition.²

Tableau N°10 : Les caractéristiques de la libéralisation Partielle

| Système financier domestique | Marché boursier | Compte capital |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none">• contrôle partiel des taux d'intérêt « créditeurs et débiteurs »• contrôle sur la distribution des crédits et les dépôts en devise peut-être refusés• les réserves obligatoires sont entre 10% et 50%• la maturité minimum exigée pour des emprunts est de 2 ans à 4ans | <ul style="list-style-type: none">• les investisseurs étrangers peuvent avoir un taux déterminé des capitaux propres ;• quelques restrictions sont imposées pour des secteurs particuliers ;• des investissements indirects sur le marché boursier sont acceptés ;• le capital, les dividendes et l'intérêt peuvent être transférés à partir de 02^{eme} années et ne doivent pas dépasser la 05^{eme} année. | <ul style="list-style-type: none">L'endettement à l'étranger est autorisé pour les banques et les entreprises, mais sous certaines restrictions ;• l'existence de taux de change multiple ;• pour les opérations en capital, il peut y avoir quelques contraintes au « sorties de capitaux » |

Source : KAMINSKY.G, SCHMUKLER.S, op-cit, p 281.

¹ - M.D. Chinn, H.ito, what matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions, NBER, working paper N 11370, Cambridge, 2005.

² - AMAIRA Bouzid, les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents, 23^{èmes} Journées Internationales d'Economie Monétaire et Financière- LILLE, 22 et 23 juin 2006, p

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

Enfin, on considère que le système financier est parfaitement libéralisé, lorsque les trois secteurs sont totalement libéralisés. En plus, les expériences montrent que la libéralisation rapide des échanges extérieurs peut provoquer la dissolution du secteur industriel actuel. Cette expérience a conduit à l'adoption en première phase de la libéralisation interne, suivie de la libéralisation externe.¹

Les opportunités d'une meilleure allocation des ressources et une augmentation de l'efficacité et l'efficience dans le secteur financier doivent être mis en balance avec les éventuels impacts de la déréglementation sur la stabilité financière. L'analyse des crises individuelles suggère que des politiques macroéconomiques inadéquates, un système prudentiel déficient et des distorsions microéconomiques ont contribué d'une manière importante aux troubles financiers vécus.

3. Les étapes de la libéralisation financière

Après avoir étudié les objectifs et les formes de la libéralisation, nous allons exposer les phases à suivre dans une opération de libéralisation :

3.1 Le secteur réel

La libéralisation du secteur réel est principalement effectuée de manière graduelle, en commençant par la libéralisation des prix biens et services. Ainsi, le prix d'un bien est déterminé uniquement par l'offre et la demande sur le marché. Par la suite, la privatisation a la capacité de favoriser la compétition et réduire le monopole en supprimant les subventions et les taxes². Par conséquent, l'État ne doit pas intervenir sur le marché par la mise en œuvre des barrières restrictives à l'entrée des biens et services.

3.2 Le secteur financier

La libéralisation de ce secteur financier nécessite la présence de certains indicateurs tels que :

- La libéralisation des taux d'intérêt ;
- la privatisation du secteur bancaire ;
- le perfectionnement du marché monétaire ;
- la libéralisation des transactions courantes « la suppression des barrières commerciales, et l'instauration des zones de libre-échange » ;

¹ - LAHIMER Mahjouba zaiter , l'impact des entrées de capitaux privées sur la croissance économique dans les pays en développement , thèse doctorat en sciences économiques, université de Paris DAUPHINE, 2011,p 60.

² - Ibid.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

- la création des marchés de change ;
- la convertibilité de la monnaie à l'externe ;
- la libre circulation des mouvements de capitaux « une mobilité parfaite des capitaux » ;

Enfin, on peut résumer ces procédures dans le tableau suivant :

Tableau N°11: Les étapes de la libéralisation économique et financière

| Secteur | Interne | Externe |
|-----------|---|--|
| Réel | ETAPE I <ul style="list-style-type: none">• stabilisation• libéralisation des prix• la suppression des taxes• la suppression des subventions• privatisation | ETAPE III <ul style="list-style-type: none">• libéralisation des opérations courantes (suppression des barrières commerciales)• la convertibilité externe de la monnaie• la création de zone libre échange |
| Financier | ETAPE II <ul style="list-style-type: none">• la privatisation du system bancaire domestique• la création de marché monétaire | ETAPE IIII <ul style="list-style-type: none">• libre circulation des mouvements de capitaux |

Source: PATABENDIGE. S, SAMARATH. S , financial liberalization à fourth generation thought, global journal of business research, N 9, 2015, p79.

Ce tableau, met en évidence deux catégories de réformes internes, qui englobent à la fois l'aspect réel et financier et également d'autres réformes externes qui incluent les opérations courantes et le marché des capitaux¹. Dans ce contexte, il est possible de conclure que la réussite de la politique de la libéralisation financière exige que l'ouverture externe du compte capital ne précède pas la libéralisation du secteur financier local*.

¹ - PATABENDIGE. S, SAMARATH. S, op cit, p 79.

* Selon les experts de FMI : Il est certain que, si la libéralisation des mouvements de capitaux précède le renforcement du système financier intérieur, elle peut causer de graves problèmes économiques, voir des crises financières, et la solution n'est pas de revenir à un régime de restriction des flux de capitaux, mais de procéder à la libéralisation de manière ordonnée et bien enchaînée, avec l'appui de politiques macroéconomiques saines, de systèmes financiers intérieurs renforcés et dans une plus grande transparence grâce à la diffusion en temps voulu de l'information financière et économique.

4. L'innovation financière

La recherche sur l'innovation financière a été considérée comme un sujet d'actualité dans les années soixante-dix, mais moins approfondie que celle sur l'innovation industrielle. Cependant, cela a changé avec l'accélération et la diversité des innovations depuis la fin des années soixante-dix¹. Schumpeter a également défini l'innovation comme « la mise en place d'une nouvelle fonction de production », selon cet économiste, c'est l'offre qui est à l'origine de l'émergence des innovations. Ainsi, l'innovation industrielle est strictement liée aux explorations techniques, au rôle de l'inventeur et aux particularités du comportement de l'entrepreneur.

L'innovation financière est principalement associée à des changements dépendant des conditions macroéconomiques, ce qui génère une adaptation des méthodes de financement des institutions productives².

Par conséquent, la relation est étroite entre l'évolution technique et l'innovation financière, et surtout grâce aux technologies de l'information et de la communication « NTIC »³, qui ont un impact significatif sur l'apparition de nouveaux produits financiers. La Banque des Règlements Internationaux « BRI » a conduit des études visant à définir une classification plus efficace de l'innovation financière, cette classification est considérée comme le schéma le plus logique selon l'institution. Donc, la principale difficulté réside dans l'identification des diverses fonctions potentielles de l'innovation financière. Selon les travaux de la « BRI » en 1986, il existe cinq fonctions majeures de l'innovation financière⁴:

- Le transfert du risque de marché et de change ;
- Le transfert du risque de crédit ;
- L'amélioration de la liquidité ;
- L'augmentation de l'offre de crédit ;
- L'augmentation de l'offre de fonds propres.

Cette innovation financière peut s'interpréter par la progression du cadre réglementaire et l'évolution des progrès technologiques et l'effet positif de la concurrence. En pratique, ces

¹ - DE BOISSIEU, C, Mutations et fragilité des systèmes financiers, Revue française d'économie. Volume 2 N°1, 1987. pp. 74-110.

² AGLIETTA, Michel., 1987. A theory of capitalist regulation: the US experience. London, Verso

³ - Ipid.

⁴ - SOBREIRA Rogério, Innovation financière et investissement. Le cas de la titrisation, Innovations, Cahiers d'économie de l'innovation N°19, 2004-1, pp.115-130

deux classes réglementaires représentent les principales variables qui peuvent expliquer l'innovation financière.¹

4.1 les Réserves obligatoire

Les réserves obligatoires génèrent des coûts pour les banques équivalents au taux d'intérêt qu'elles pourraient obtenir en cas de prêt. Par la suite, il est de tradition d'écarter les impôts lorsque cela est possible, et par conséquent, les banques cherchent à augmenter leurs bénéfices en exploitant les opportunités et les innovations financières.

4.2 Plafonds du taux d'intérêt créditeurs

Quand les taux d'intérêt créditeurs sont supervisés, si les taux d'intérêt du marché sont supérieurs aux limites fixées sur les dépôts à terme, dans ce cas, les déposants retirent leurs fonds afin de les placer dans des actions avec des rendements plus hauts. Cette baisse des dépôts dans le système bancaire limite le montant de fonds que la banque peut prêter, par conséquent la réduction des bénéfices bancaires. La modification de ce plafonnement en matière de taux de dépôt offre aux banques un avantage, car elles peuvent ainsi accumuler plus de fonds pour octroyer des prêts et effectuer des profits plus élevés.

Cependant, les banques centrales font face à une difficulté majeure attachée aux innovations financières, qui se traduisent par l'émergence de nouveaux produits strictement alternatifs à la monnaie, et qu'il est difficile de classer ces produits comme de la monnaie. En pratique, ces nouveaux produits déclenchent plusieurs problèmes et questions³ :

- Faut-il leur pratiquer des réserves obligatoires ?
- Où doivent-ils être classés dans les bilans et les agrégats monétaires ?

Sachant que certains de ces instruments ont été inclus dans les agrégats monétaires plus larges dans certains cas. Cependant, la complexité réside dans la définition de la frontière entre les placements à caractère monétaire et ceux à caractère financier.

5. Les produits de l'innovation financière

5.1 La quasi-monnaie

L'analyse macroéconomique conventionnelle fait la distinction entre deux catégories d'actifs. Le premier type comprend ceux qui sont exploités pour les fonctions d'échanges et de réserve de valeur « les espèces et les comptes courants »⁴, et le deuxième type inclut ceux qui ne sont utilisés qu'en tant que réserve de valeur. « les actions, les obligations et les

¹ - MISHKIN Fredric et Al, op.cit, p393.

² - Ipid.

³ - PLIHON Dominique, la monnaie et ses mécanismes, La découverte, paris, 2013, pp87-114.

⁴ - SOBREIRA Rogério, op-cit, p 115.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

comptes d'épargne », Seuls les actifs du premier type sont appelés « monnaie »¹, et on désigne le deuxième type « quasi-monnaie ».

L'émergence de la quasi-monnaie rend la politique monétaire très complexe en perturbant la demande de monnaie. Sachant que la monnaie et la quasi-monnaie sont des substituts, donc il est facile de transposer les avoirs de l'une à l'autre. Cette facilité explique que les causes de cet échange peuvent être minimes, sans exprimer des volatilités de la demande.

Par conséquent, la vitesse de circulation de la monnaie est devenue fluctuante et la quantité de monnaie peut fournir des informations erronées sur la demande agrégée.²

L'une des réponses à ce genre de problème est l'emploi d'une définition large de la monnaie comportant la quasi-monnaie, et en conséquence, l'approbation d'une définition large de la monnaie diminue la capacité de la banque centrale à superviser l'offre de monnaie, puisque de multiples types de quasi-monnaie ne sont pas soumis à des réserves obligatoires.³

5.2 Les produits dérivés

Les produits dérivés accordent aux institutions financières la capacité de diminuer les risques en leur autorisant d'effectuer des transactions financières qui minimisent partiellement ou totalement un risque. Cependant, grâce au processus d'innovation financière, de nouvelles méthodes financières ont été développées afin d'améliorer la gestion des risques. Ces outils, appelés produits dérivés, ont de bénéfices et des pertes qui dépendent de la volatilité des particularités d'autres actifs financiers existants, et peuvent générer à la fois des bénéfices et des pertes.⁴

Les produits dérivés ont engendré l'émergence de nouveaux outils financiers, accroissant ainsi les possibilités de prise de risque par les banques et intensifiant le risque⁵. Le développement de l'utilisation des produits dérivés a des stimulants pour l'efficacité à long terme des marchés de capitaux, et peut également avoir un effet sur le changement à

¹ - pour plus d'informations sur la monnaie voir Stephen M. Goldfeld , Daniel E. Sichel , the demand for money , Handbook of monetary Economics, Volume 1 (Amsterdam: North –Holland, 1990).

² - N. MANKIW Gregory, Macroéconomie, traduit par jihad C. El Naboulsi, De Boeck, 5eme Edition, 2010, P699.

³ - Ibid.

⁴ - MISHKIN Fredric et Al, op.cit, p197.

⁵ - SOBREIRA Rogério, op-cit, p 115.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

court terme des prix des actifs¹. Ces produits peuvent affecter l'efficacité à long terme des marchés de capitaux de quatre façons différentes :²

- Les produits dérivés constituent un outil très performant pour gérer l'exposition au risque, que ce soit à des objectifs de couverture ou de spéculation. Ils autorisent de gérer de manière distincte les différents types de risques de prix liés aux actifs sous-jacents. Cela facilite la transférabilité des risques vers les acteurs supposés les mieux qualifiés pour les assumer et les gérer ;
- Les produits dérivés permettent d'engendrer des rendements plus avantageux, ce qui renforce d'une manière significative les opportunités de négociation et même de couverture et d'investissement sur les marchés de capitaux. Généralement, l'utilisation de produits dérivés peut accroître la disponibilité de liquidité sur les marchés financiers;
- Considérant leur capacité à déterminer les prix des risques qui étaient précédemment évalués de manière imprécise et à simplifier la démarche de découverte des prix. Ces produits dérivés contribuent à améliorer l'efficacité de la détermination des prix. Puisque les opérations sur les marchés dérivés sont principalement moins chères que sur le marché physique, ces produits favorisent la baisse de coût de l'inclusion des nouvelles informations dans les prix ;

La problématique est de savoir si ces produits dérivés ne possèdent pas un risque significatif pour la conduite de la politique monétaire, et cela pour deux raisons :³

- D'une part, parce que ces outils ont la capacité de contribuer à accentuer les crises financières, puisqu'ils sont utilisés par les traders afin de prendre des positions sur les monnaies ;
- D'autre part, les produits dérivés peuvent limiter l'efficacité de la politique monétaire, car ils facilitent aux agents économiques de se couvrir contre les volatilités des taux d'intérêt et de change, qui constituent des canaux importants de transmission de la politique monétaire. Cependant, des études menées par les autorités monétaires de la Banque de France en 1994 apportent des réponses rassurantes sur ces interrogations. Selon certains chercheurs, les informations contenues dans les prix des produits dérivés pourraient être un outil précieux pour informer les autorités monétaires sur la situation des anticipations sur les marchés.

¹ - Ibid, p358.

² Bulletin de la banque de France – N° 14 – Février, 1995

³ - ALAOUI Myriem, ISMAILI M.Amine El Ayoubi, objectifs et instruments de la politique monétaire, séminaire : théories monétaires, faculté des sciences juridiques économiques et sociales, université mohammed v, RABAT, 2006 , p 43-44.

Section 2 : L'impact de la libéralisation financière et des flux de capitaux sur les indicateurs Macroéconomiques

Dans cette section, nous allons présenter les interactions entre les flux de capitaux et les différents indicateurs macroéconomiques, puisque l'accroissement des flux de capitaux entre pays renforce l'impact du système financier sur l'économie nationale.

1- La libéralisation financière et son impact sur les indicateurs macroéconomiques

Les résultats annoncés sur le sujet ne permettent pas d'arriver à des conclusions distinctes. Certains chercheurs ont remarqué une influence positive de la libéralisation sur la croissance économique, Comme le montrent les travaux de « Quinn ,1997 » et « Harvey et Lundblad, 2003 »¹. Certains d'autre ont argumenté l'aspect négatif de la libéralisation.

1-1 Libéralisation financière et croissance

Certains économistes ont conclu que la libéralisation financière peut parfois freiner la croissance économique, comme le soulignent les travaux de « Johns et Daniel ,2007, Edwards 2001 » et « Wei, Rogoff, Prasad et Kose 2006 ».Ont examiné 20 articles entre « 1994- 2005 » traitant de façon empirique l'impact de la libéralisation sur la croissance. Selon les résultats, 80% de ces études n'ont dégagé aucun impact significatif².

Ainsi, le rapport entre le développement du secteur financier et la croissance économique a fait l'objet de vérification empirique. King etLevine¹⁰(1993) ont trouvé que les indicateurs de développement du système bancaire³, entre autre l'indice du développement financier et le ratio des crédits accordés au secteur privé rapporté au PIB, influence significativement la croissance économique. Levine et Zervos (1996) ont remarqué que les indicateurs de développement des marchés financiers, à savoir la taille, la liquidité et l'intégration, cause la croissance économique.

Cependant, les crises qu'ont touchées certains pays après les mouvements de libéralisation financière dans le début des années quatre-vingt ont poussé les économistes de faire des recherche afin de déterminer leurs causes et leurs conséquences⁴. Les résultats ont révélé que, les politiques de libéralisation financière souvent radicales, demeurent la cause principale des crises notamment bancaires.

¹ - HALL. J Edison , E .WARNOCK Francis, A simple measure of the intensity of capital controls, Journal of Empirical Finance, volume 10, N°1, February 2003, pp 81-103.

² - ALAOUI Myriem, ISMAILI M.Amine El Ayoubi, op-cit , p 43-44

³- Ibid.

⁴ - Ibid.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

Tableau N°12 : Synthèse des études empiriques portant sur l'impact de libéralisation financière sur la croissance économique.

| Etudes | Objectifs | Méthodes | Résultats |
|------------------------------------|--|---|--|
| Grilli et Milesi Ferretti (1995) ; | Estimer un modèle de régression des taux de croissance ; | Echantillon de 61 pays entre 1966-1989 ; | Les résultats ne confirment pas la relation positive entre le compte de capital et le taux de croissance ; |
| Quinn (1997) ; | L'étude porte sur la relation entre la libre circulation des flux de capitaux et la croissance ; | L'indicateur Quinn « l'ouverture du compte de capital » ; | L'étude à dégager une relation positive entre les flux de capitaux et la croissance ; |
| Rodrik (1998) | L'impact de la libéralisation sur le revenu réel « un échantillon de 100 pays », pour la période « 1975-1989 » | Test d'effet | Aucun effet significatif entre la libéralisation et le revenu réel |
| Hisarciklilar et al (2006) ; | L'impact des flux de capitaux sur la croissance « Pays de la rive sud du Méditerranée » ; | Tests de racine unitaire et coïntégration entre les IDE et PIB ; | A long terme, aucun rapport significatif entre les deux variables IDE-PIB ; |
| Laureti et Postiglione (2006) | L'impact des flux de capitaux sur la croissance | L'estimation en données de panel dynamique « pays MED » pour la période « 1990-2000 » | Les IDE, n'ont exercé aucun effet positif ou significatif sur la croissance |

Source : BEN SALAH Ousama, ALOUI Chaker, BOUAZIZ Tarek, libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique : Cas des pays du sud Méditerranée, Colloque international « ouverture et émergence en Méditerranée », UNECA, 17 et 18 octobre 2008, Maroc, P 09,10.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

Il existe de nombreuses recherches empiriques sur la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique. Ainsi, les résultats de ces recherches sont souvent flous et parfois opposés. Cependant, un nombre croissant de recherches suggère que la libéralisation financière a un effet positif sur la croissance¹.

1.2 Libéralisation financière et le couple « investissement- épargne »

Généralement, la libéralisation financière vise à stimuler l'épargne en augmentant l'offre d'outils d'épargne et en accroissant les taux d'intérêt réels. Le taux d'intérêt qui optimise la croissance économique est estimé comme le taux d'intérêt d'équilibre. Selon McKinnon « 1973 » et Shaw « 1973 », la libéralisation des taux d'intérêt « créditeurs » et la diminution ou annulation des réserves obligatoires permettent de réaliser ce taux optimal. Ainsi, ce taux d'intérêt optimal favorise l'investissement en stimulant la disponibilité des ressources dans le secteur financier.

Les défenseurs de la libéralisation financière indiquent également son effet sur l'efficacité de l'investissement. Shaw « 1971 » affirme que les plafonds de taux d'intérêt augmentent l'aversion au risque et la préférence pour la liquidité. Par la suite, McKinnon, confirme que dans une économie financièrement contrôlée, le financement des investissements qui génèrent un bénéfice à peine supérieur au plafond du taux de crédit présente une tendance très prononcée.²

Donc ces méthodes s'appuient sur le processus suivant « la libéralisation financière assure une mobilisation et une allocation optimale des ressources financières, par conséquent une meilleure cohérence entre l'investissement et l'épargne ».

Cependant. Selon Bandiera et al. (1999)³, une analyse de l'influence de la libéralisation financière sur l'épargne et l'investissement nécessite une étude approfondie des différents canaux de transmission de la libéralisation financière et une distinction entre l'impact à court terme et à long terme*.

¹ - EUNICE N.Egbuna, ONWIODUOKIT .A Emmanuel, MANSARAY Kemoh et al, libéralisation du compte en capital dans la ZIMAO, analyse d'écarts, rapport N°06, institut monétaire de l'Afrique de l'ouest (IMAO), Ghana 2013, p13.

² - GARIP TURUNÇ, développement du secteur financier et croissance : le cas des pays émergents méditerranéens, Revue Région et développement, N°10, 1999, France, P 105.

³ - Ipid.

* pour plus d'information consulter l'article de : MIOTTI Luis et PLIHON Dominique, Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires, Économie internationale, n° 85, 2001/ 1, p. 3-36. La première partie de cet article offre une recension de la littérature récente sur l'explication des crises bancaires dans les pays émergents. La deuxième partie propose le cadre analytique. Les troisième et quatrième parties présentent respectivement les faits stylisés et les tests empiriques.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

Tableaux N°13 : Synthèse des travaux empiriques par ordre chronologique portant sur le lien « libéralisation- épargne ».

| Auteurs | Année | Aire géographique | résultats |
|---------------------|-------|--------------------------|---|
| Fry | 1979 | 07 pays asiatiques | lien positif et significatif entre l'épargne et le taux d'intérêt « crédateur » réel |
| Giovannini | 1983 | 12 pays asiatiques | A repris les travaux de Fry, le résultat, un lien négatif et non significatif entre les mêmes caractères |
| Diery et Yasim | 1993 | 09 pays d'Afrique | Un lien positif et significatif entre le taux d'intérêt réel et l'épargne locale |
| Ostry et Levy | 1995 | France | Un lien négatif entre le développement financier et le taux d'épargne. |
| Chai et Laurenceson | 1998 | Chine | Aucune relation significative |
| Bandiera et al | 1999 | 08 pays en développement | Le lien est positif et significatif pour deux pays et « négatif ; significative » pour deux autres, et enfin « non significative ; négative » pour les quatre autres restants |
| Loayza et Shankar | 2000 | Inde | Aucun impact de la réforme financière sur le taux d'épargne |

Source : BOUMGHAR Mohamed yazid, libéralisation et épargne des ménages : quel(s) lien(s), Cahier du CREAD N°81-82, 2007, p 176.

Quatre canaux de transmission se sont distingués dans les travaux de recherches théoriques et empiriques, à savoir le taux d'intérêt, le crédit, les innovations financières, les

institutions de collecte de l'épargne. Selon la plupart de ces études, il existe un impact négatif sur l'épargne à court terme et un effet positif à long terme.¹

1.3 Libéralisation financière et le taux de chômage

D'après des recherches menées dans des pays émergents, ils ont constaté que les investissements directs étrangers (IDE) n'ont aucun impact sur l'emploi ni sur le marché du travail. Pendant la crise qui a frappé l'Asie en « 1997-1998 », les pays affectés ont connu une diminution des salaires significative, atteignant 41% en Indonésie. Ainsi, pendant les deux crises financières en Argentine, le taux de chômage est passé de « 6,7% ; 1992 à 20% en 2002 »².

Ainsi, les données issues des cinq pays les plus touchés par la crise tels que la République de Corée, l'Indonésie, la Thaïlande, Philippines et la Malaisie, montrent qu'en 1998, 50% des entreprises ont réduit leurs effectifs.³ Même lorsque le PIB par habitant se rapproche de son niveau pré-crise les données sur l'emploi poursuivent d'illustrer les conséquences de cette situation difficile.

La lenteur de l'instabilité sur le marché du travail engendre un coût considérable pour la main-d'œuvre durant la crise financière. Selon des recherches récentes, ces crises ont un effet durable sur la portion des salaires dans le PIB. Ainsi, une étude qui a utilisé comme indicateur la part des salaires dans le PIB. Cette étude montre que chaque crise est liée à une diminution significative des salaires d'environ 5% par rapport à la moyenne avant la crise.⁴

1.4 Libéralisation financière et son impact sur l'inflation et la balance des paiements.

Plusieurs recherches du FMI ont fourni des résultats intéressants sur la relation entre la libéralisation financière et les indicateurs macroéconomiques. Par exemple, une étude réalisée par « Kaminski et Reinhart en 1996 », trouve que 56% des crises bancaires sont associées à des crises de balance des paiements⁵. Selon ces deux chercheurs, la libéralisation financière stimule les entrées de capitaux, et cela donne lieu à deux résultats :

- Une hausse rapide de la masse monétaire et des crédits qui provoquent l'inflation et la création de bulles spéculatives ;

¹ - BOUMGHAR Mohamed yazid, libéralisation et épargne des ménages : quel(s) lien(s), Cahier du CREAD N°81-82, 2007, p 173.

² - CARLUCCIO Juan, TALLADA- Julio Ramos: L'Argentine après Le défaut : conditions D'accès aux marchés internationaux De Capitaux et choix de politiques économiques « Non conventionnelles», REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE, N°4/2016, pp 124-157.

³ - Ipid.

⁴ - DIWAN .D , Debt as sweat : labour, financial crisis, and the globalization of capital , World Bank, July 2001.

⁵ - MOITTI Luis, PLIHON Dominique, Libéralisation financière spéculation et crises bancaires, Revue du centre d'études prospectives et d'informations internationales, N°85, 2001/1, p06.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

- Une appréciation de la monnaie domestique limite les exportations et freine le taux de croissance et provoque une augmentation de taux de chômage.

Par conséquent, les faits stylisés présentés par « William white » sont en grande partie le résultat de ces changements¹ :

- Les hausses de prix sont devenues moins fréquentes ;
- la transmission entre le prix de consommation et les volatilités des taux de change a diminué ;
- les prévisions concernant le taux d'inflation se sont fixées à un niveau bas.

Durant les années quatre-vingt, un certain nombre de pays ont connu des périodes caractérisées par une inflation remarquable, soutenue par des taux de croissance monétaire également importants. Ces événements étaient souvent liés à des phénomènes externes comme les flux de capitaux. Cependant, depuis l'an 2000, ces pays ont connu une réduction importante de leurs taux d'inflation².

Ainsi, certains chercheurs concluent que l'ouverture du compte de capital a un impact positif sur la production et l'inflation, comme le démontrent les travaux de « Angkinand ; Sawangoenyuang et Wilhborg 2010 » et par la suite « Campus ; Karanasos et Tan ; 2012 ».³

Enfin, il existe une relation systématique entre une inflation rapide et la croissance de la masse monétaire qui peut être qualifiée d'exogène, comme en Argentine, au Brésil, et au Pérou, 1994⁴. Dans ces circonstances, on se trouve aujourd'hui face à une masse de capitaux flottants qui peuvent exercer un rôle négatif dans n'importe quelle politique monétaire anti-inflationniste.

2. Les flux de capitaux et son impact sur les variables intermédiaires de la politique monétaire

Plusieurs chercheurs montrent qu'il existe une propension générale des pays à lever l'opération de contrôle des mouvements des capitaux, mais en pratique, la plupart des pays

¹ - R. WHITE William, la globalisation et les déterminants de l'inflation interne, colloque international : Globalisation, inflation et politique monétaire, Banque de France, Mars 2008, p 57-60.

²- MISHKIN Frédéric et al, op cit, pp 312- 320.

³ - HELDER Ferreira, De.Mendonça, NATALIA Cunha Nascimento , Monetary policy efficiency and macroeconomic stability: do financial openness and economics globalization matter, North American journal of economics and finance, May 2018, p02.

⁴ - MISHKIN Frédéric et al, op cit, p 320.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

ont gardé une variété de contrôle avec des instruments spécifiques sur les banques et les entreprises d'investissements¹.

2.1 Les flux de capitaux et le taux de change réel

L'effet des entrées de capitaux sur le taux de change effectif réel « TCRE » se considère plus élevé dans les pays qui sont caractérisés par un faible taux de revenu « selon les calculs économétriques réalisés, une hausse de 1% des entrées de capitaux augmenterait le TCRE en moyenne de 0,5 % »². Ainsi, l'entrée de capitaux est capable d'exercer une influence sur le taux de change réel parce qu'elle engendre généralement des dépenses attribuées aux produits non échangeables. Ce qui peut appliquer une tension sur l'indice de prix de ces produits et engendrer ainsi une baisse du taux de change et une appréciation de la monnaie locale donc « il existe un lien négatif entre les flux de capitaux et le TCRE »³.

D'après les travaux de recherche de « ABIDA Zouheir et MOHAMED SGHAIRE Imen,2011 », l'un des effets dangereux liés à l'afflux massif de capitaux dans les économies émergentes est la volatilité des variables macroéconomiques, qui peut entraîner une appréciation considérable du taux de change réel⁴. Sachant que les flux de capitaux dans les pays sud méditerranéens sont principalement fondés sur les IDE. Par contre, les flux d'investissement en portefeuille « IPF » sont secondaires et très faibles dans cette région, Comme illustré dans le tableau ci-dessous.

Tableau N°14 : Évolution des flux de capitaux vers les pays du Maghreb (2007-2008)

| | Algérie | | Tunisie | | Maroc | |
|------|---------|-----|---------|------|-------|------|
| | IDE | IPF | IDE | IPF | IDE | IPF |
| 2007 | 1662 | nd | 1662 | 4,21 | 2803 | 11,8 |
| 2008 | 2646 | nd | 2646 | 5,9 | 2487 | |

Source : CNUCED, FMI – IFS.

¹ - A. Viau et J.M Albertini, l'inflation, édition OUVRIERES et SEUIL, Paris 1975, p205-209.

² - COMBES Jean-louis, Haidara AMINATA, KINDA Tidiane et al, les flux de capitaux internationaux affectent-ils la croissance économique des pays en développement, FERD, rapport N°151, 2003, p05.

³ - Evolution du taux de change du dinar (1961-2000) : une approche par le taux d'équilibre, publiée dans les cahiers de L'IEQ (l'institut d'économie quantitative, Ministère du développement tunisien, p90.

⁴ - ABIDA Zouhier, MOHAMED SGHAIER Imen, afflux de capitaux, taux de change réel et développement financier : évidence empirique pour les pays du Maghreb, Global journal of Management and business research, Volume 11, Novembre 2011, p01.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

Plusieurs chercheurs, comme « Calvo, Leiderman et Reinhart, 1993, et Bandara, 1995, Edwards, 1995 » concluent que la perte de compétitivité due à une appréciation du taux de change réel « TCRE », constitue l'un des principaux inconvénients liés aux mouvements de capitaux.

2.2 Les flux de capitaux et le taux d'intérêt

Selon les travaux de « McKinnon et Shaw, 1973 », il existe une relation positive entre la libéralisation des taux d'intérêt et les ressources bancaires. Ainsi, la libéralisation financière avait comme objectif de libérer les taux d'intérêt et de favoriser le développement des marchés des capitaux, et ce afin d'augmenter l'efficacité dans la distribution des crédits par une rémunération plus optimale des dépôts bancaires¹.

Selon « R. Mundell », les flux de capitaux à court terme peuvent être interprétés par les variations entre le taux d'intérêt local et étranger « les pays octroyant les taux d'intérêt les plus hauts peuvent attirer un afflux significatif de capitaux ». Ainsi, plus l'écart entre les taux d'intérêt est important plus la part des flux de capitaux sera significative. Cependant, l'utilisation successive de capitaux étrangers provoque rapidement une hausse du coût du capital et alourdit le poids de la dette à un niveau insoutenable². « Ahmed et Moyama ; 2010 » ont réalisé une étude porte sur l'effet des IDE au Nigéria, durant la période « 1970-2009 »³. Cette recherche a utilisé la méthode appelée « VECM », ainsi que la méthode de causalité de Granger. Cette étude a conclu que les indicateurs macroéconomiques comme le taux d'intérêt réel, l'inflation et le taux de change sont les principaux facteurs qui déterminent les mouvements de capitaux.

Cependant, une étude réalisée par « Chingarande, 2012 » porte sur l'analyse et l'effet des taux d'intérêt réels sur les investissements directs étrangers « IDE » dans l'économie zimbabwéenne durant la période de février 2009 à juin 2011. Les résultats de l'analyse ont montré que le taux d'intérêt réel n'avait aucune influence sur les flux des « IDE » entrants au Zimbabwe⁴. Par contre « Luther ; 2014 » a examiné la possibilité d'une causalité entre les trois variables suivantes « IDE ; TCR ; TIR »⁵. Cette étude a conclu que la variation des taux d'intérêt influait significativement sur le taux de change et l'attractivité du marché, ce qui

¹ - GARIP Turunç, Op-cit, p 113.

² - ANTIER Daniel, mouvements internationaux de capitaux à court terme, revue statistique et études financières N°12, 1973, p27.

³ - NDANU Musyoka, KENNEDY N.Ocharo, real interest rate; inflation; exchange rate; competitiveness and foreign direct investment in Kenya, American Journal of economics, Vol 3, N°1, 2018, p08.

⁴ - NDANU Musyoka, KENNEDY N.Ocharo, Op-cit, p08.

⁵ - Ibid.

influe à son tour les « IDE ». Ainsi, cette étude a également démontré la présence d'un lien de causalité de type bidirectionnel entre le taux de change réel et les IDE.

3. Libéralisation financière et son impact sur la politique monétaire

3.1 L'impact de la libéralisation sur les canaux de transmissions traditionnels

La libéralisation financière a établi un nouveau climat pour les acteurs économiques et même pour l'État. Les autorités monétaires ont réduit leur espace de manœuvre en matière politique monétaire et politique de change. Ainsi, les flux de capitaux transférés chaque jour sur le marché financier dépassent considérablement les capacités d'intervention de l'État.¹

Les recherches réalisées par « KENNETH et ROGOFF » ont prouvé que la libéralisation pouvait augmenter la crédibilité de la politique monétaire à travers son impact sur la courbe de Phillips. Par la suite, des chercheurs tels que « RICHARD Fisher et REDRADO Martin » ont affirmé que la mobilité progressive des flux de capitaux peut encourager les autorités à mener des politiques économiques saines². Selon « KENNETH et ROGOFF », les banques centrales ont pu bénéficier de la libéralisation financière « certaines faiblesses de la structure de la politique monétaire peuvent être cachées par la productivité ».

Pour certains chercheurs, la formulation de la politique monétaire est devenue plus compliquée avec la libéralisation financière, et cela pour quatre raisons principales³:

- La libéralisation financière a rendu plus difficile l'interprétation de certains faits stylisés « taux de change, masse monétaire » ;
- la libéralisation financière a rendu les pays susceptibles de chocs externes ;
- la libéralisation financière a stimulé structurellement les économies, cela a affecté les outils de transmission des chocs ;
- la libéralisation financière a influencé les mécanismes de transmission de la politique monétaire « rendus incertains », notamment l'effet des marchés financiers mondiaux sur l'indice de prix des actifs locaux.

Dans ce cadre, on cite quelques effets sur les variables traditionnelles de la politique monétaire⁴ :

¹ - HELDER Ferreira, De.Mendonça, NATALIA Cunha Nascimento, Op-cit, p02.

² - DE BANDT Olivier, FREY Laure, LOISEL Olivier, globalisation, inflation et politique monétaire, Colloque international, Banque de France, Mars 2008, p21.

³ - Ibid., p25.

⁴ - Bulletin de la banque de France, N°14, février 1995, p91.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

- la pratique croissante des produits dérivés peut modifier le volume des encaisses du système bancaire ;
- l'innovation et la libéralisation fournissent des instruments avantageux de se protéger contre le risque de marché des actifs négociés.

Dans leurs travaux, « ARTUS et CARTAPANIS ,2008 » ont exposé ses arguments, en utilisant des exemples concrets comme le Brésil et l'Inde, deux pays émergents dont les politiques monétaires visent à lutter contre l'inflation en conservant des taux d'intérêt hauts. Cela, engendre un afflux massif de capitaux, par la suite, provoque une appréciation du taux de change nominal et une profusion de liquidité qui provoque des tensions inflationnistes.¹

Ainsi, « McKinnon ,1973 » a déclaré qu'afin de réussir une politique de libéralisation, il est essentiel d'avoir un environnement macroéconomique stable et une politique monétaire saine². Selon cet économiste, la première étape cruciale est de mettre en place un régime de change et de rejeter le système d'ancrage. Par conséquent, L'État doit mettre en place une politique monétaire stable pour lutter contre l'inflation et éviter également toute variation des flux de capitaux.³

3.2 Contrôler les mouvements de capitaux, est-elle une solution optimale ?

En théorie, la littérature économique recommande l'application de contrôles sur les flux de capitaux afin de diminuer les influences et les défaillances du marché. Selon COHEN, la position actuelle en faveur de ces supervisions provient de l'instabilité remarquée dans les flux financiers des économies émergentes qui ont provoqué des crises économiques.⁴

Dans ce contexte, les contrôles sur les sorties des flux de capitaux « outflows » visent à éviter toute dépréciation de la monnaie locale, En réduisant les coûts associées à une augmentation des taux d'intérêt. En revanche, les supervisions sur les entrées de capitaux « in-flows »⁵ visent à diminué l'appréciation de la monnaie domestique et à gérer la masse monétaire.

Généralement, pour une politique monétaire indépendante, les autorités monétaires utilisent deux catégories de contraintes.⁶ :

¹ - LAJILI Oualid, Libéralisation financière ; ouverture politique et croissance économique dans les pays en voie de développement, Thèse doctorat en sciences économiques, Université de Toulon et Université de Sousse, Mai 2015, p57.

² - LAJILI Oualid, op-cit, p63.

³ - Ibid.

⁴ - YVES Jégourel, TEILETCHE Jérôme, Globalisation financière et autonomie de la politique monétaire : le rôle des contrôles de capitaux, Revue économique Vol 52, N°2, Mars 2001, P 401.

⁵ - Ibid.

⁶ - Ibid, P402.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

- Un système basé sur la taxation des transactions de change « la taxe de Tobin », ce taux de taxation est influencé par divers éléments ¹:
 - taux d'intérêt externe ;
 - le montant bloqué ;
 - la durée de placement.
- Un système de rémunération nulle sur les dépôts obligatoires gelés pendant un an, qui s'applique à une partie du capital investi.

Selon « Eichengreen ,1996 », il existe deux points de vue en faveur de ce type de contrôles :²

 - la diminution de la volatilité des taux de changes « minimisant l'impact de la spéculation déstabilisante ».
 - l'accroissement de l'indépendance des politiques monétaire.

Tableau N°15 : Les mesures de contrôle sur les flux de capitaux dans les pays émergents

| Type | Pays concernés et date d'opération | Procédures | Objectifs |
|---------------------------------|------------------------------------|---|--|
| Durée minimale d'investissement | Indonésie 2010 | - l'achat des certificats du marché monétaire pour moins d'un an | Résister aux mouvements de capitaux à court terme |
| Limites quantitatives | Chine 2010 | - restriction d'accédés au yuan sur le marché des changes chinois | Limiter les opérations d'offshore |
| | Indonésie 2010 | 30 % du capital des emprunts extérieurs à court terme | Lutter contre la fragilité financière |
| | Corée du sud 2010 | - restrictions sur les marchés de dérivés et de devises | Freiner les emprunts bancaires extérieurs à court terme |
| Réserves non rémunérées | Turquie 2010 | - accroissement des exigences pour les maturités < à un an | Restreindre les flux de capitaux (inflows) à court terme |
| | Brésil 2011 | Taux de réserve 60% sur les positions en devises | Restreindre les entrées de capitaux à court terme |

Source : ALLEGRET Jean Pierre, les mouvements de capitaux à destination des pays émergents après les crises financières liée aux Subprimes, développements récents en économie et finances internationales, Paris, p16, 17.

¹ - Ibid, P403.

² - Ibid, P400.

Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière

La crise de 2008 a conduit à un changement des concepts de politique monétaire en Europe avec l'émergence de la politique monétaire non conventionnelle. Sachant que l'adoption de cette politique implique des modifications au niveau des objectifs de la banque centrale et même dans les instruments utilisés, Selon « CHEN , 2015 », les règles non conventionnelles mises en place par la FED entre « 2007 et 2013 » ont eu un impact direct sur les pays émergents, ce qui a entraîné une augmentation de la croissance au Brésil et en Chine en 2010¹.

3.3 Les obstacles macroéconomiques des entrées de capitaux dans les pays émergents

Les flux massifs de capitaux à destination des économies émergentes dans les années 90 ont engendré des problèmes macroéconomiques. Selon « EDWARDS, 1998 », dans sept pays émergents d'Amérique latine sur huit, il est difficile de rejeter l'hypothèse selon laquelle les flux de capitaux causent l'appréciation des taux de change au sens de Granger. Ainsi, les pays émergents font face à un conflit d'objectifs « d'un côté, ils doivent maintenir des taux directeurs élevés pour lutter contre l'inflation, et de l'autre côté, ils doivent superviser l'appréciation du taux de change réel dans le but de préserver leur compétitivité »².

De plus, l'outil le plus régulièrement utilisé par les autorités monétaires est la stérilisation des entrées de capitaux par « l'achats d'open market ». Cette option est basée sur le processus suivant :

« La diminution de la base monétaire afin de compenser l'augmentation de la composante externe ».

D'après Eichengreen (1996), deux arguments sont généralement soutenus en faveur de ce genre de contrôle des capitaux:³

- la diminution de la variation des taux de change « minimisant l'effet de la spéculation déstabilisante) ;
- L'accroissement de l'indépendance de la politique monétaire ;

Cependant, le principal inconvénient de la stérilisation réside dans son coût fiscal, tel que le cas de la Colombie en 1991, où le coût budgétaire des transactions de stérilisation a été évalué à « 0,5% du PIB ». Un autre inconvénient possible réside dans la possession d'actifs à faible rendement par la Banque centrale à la fin de ces interventions.

¹ - DRUMETZ Françoise, PFISTER Christian, SAHUC Jean-Guillaume, Politique monétaire, Op-cit, p171.

² - ALLEGRE Jean Pierre t, Quel role pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux, Revue du CEPII, N 81, 1^{er} trimestre 2000, pp 82-84.

³ - YVES Jégourel, TEILETCHE Jérôme, Op-cit, p 400.

Conclusion

Les flux de capitaux ne représentent qu'une action du processus de l'libéralisation financière qui s'est accélérés récemment. Donc, il n'est pas surprenant que ce phénomène exerce un impact croissant sur le fonctionnement de la politique monétaire « instruments, objectifs, canaux de transmission », et même sur son efficacité.

En répondant à la première hypothèse, dans une situation de répression financière, la Banque centrale est entièrement responsable de la masse monétaire. En revanche, en situation de libéralisation financière l'autorité monétaire se trouve alors face à une contradiction « attirer les capitaux externes et maîtriser l'inflation ». En utilisant deux stratégies, la première consiste à attirer les flux de capitaux et la seconde, en une politique de stérilisation de capitaux.

Dans ce cadre, une inclusion financière permet aux canaux de transmission de la politique monétaire de fonctionner plus efficacement, car elle augmente la part du secteur formel. Par contre, un grand secteur informel affecte négativement le mécanisme de transmission monétaire, car les décisions financières prises par les personnes de ce secteur ne sont pas influencées par la politique monétaire.

Donc, la présence des flux de capitaux rendre difficile l'exercice du rôle « Prêteur en dernier ressort ». En plus, la stabilité financière d'un pays dépend aux anticipations de crise de change des investisseurs internationaux.

Enfin, les Banques centrales visent l'attractivité des flux de capitaux externe, et la stabilité de taux du change comme objectif intermédiaire. Étant donné que ces deux objectifs sont parfois incompatibles car le premier implique une hausse de l'inflation, et l'autre nécessite une inflation faible.

Chapitre 4

**Les réactions de la politique monétaire des pays MED
dans l'ère de la libéralisation financière.**

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Introduction

L'objet de ce chapitre est d'examiner les enjeux et l'impact de la libéralisation du compte de capital dans les pays du Sud de la Méditerranée qui ont signé l'accord d'association avec l'Union européenne. Ainsi, afin d'étudier les effets des flux de capitaux sur les objectifs principaux de la politique monétaire dans les pays du Sud de la Méditerranée, nous allons opter pour des tests paramétriques et une analyse en composante principale normée, sur un échantillon réduit à six pays Méditerranéens signataires d'accords d'association avec l'Union Européenne à savoir « Algérie, Tunisie, Maroc, Egypte, Jordanie, Liban ».

Ces accords d'association ont amélioré les principales mesures relatives au libre-échange, qui ont été transposées avec quelques révisions des accords commerciaux antérieurs. Ils ont également inclus un enchaînement de démarches plus vaste et un champ de collaboration plus large. Sachant que l'objectif de la mise en place des rénovations politiques et structurelles dans les secteurs économique budgétaire et socio-économique est de favoriser les flux d'investissement à destination des pays partenaires méditerranéens et de stimuler la croissance économique à travers le commerce.

Les accords signés pour une durée indéterminée comprennent les trois volets de la Déclaration de Barcelone 2008 et représentent l'outil principal du PEM, « Plan Euro-méditerranéen ». Bien qu'ils demeurent principalement des accords de libre-échange visant la libéralisation des échanges sur la base d'accords bilatéraux, ils ne négligent pas les autres secteurs de coopération mentionnés dans le traité de Barcelone. Malgré les caractères propres de chaque accord, ils poursuivent généralement un modèle identique et couvrent les trois volets du partenariat. Bien que certains critères puissent se modifier d'un accord à l'autre, les objectifs restent globalement fixes. Chaque accord est composé de huit titres, abordant le « dialogue politique, la création d'une zone de libre-échange, la coopération régionale, sociale, culturelle et financière, ainsi que des dispositions générales ».

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Section 1 : La sphère monétaire et financière des pays méditerranéens signataires d'Accords d'association avec l'union européenne

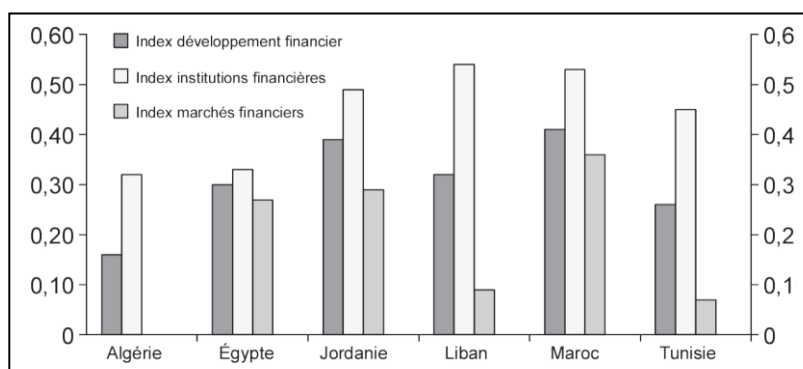
Les pays méditerranéens, ayant fait le choix de libéraliser leur système financier à une phase relativement tardive, paraissent avoir adopté diverses méthodes combinant une libéralisation progressive et rapide. L'objet de cette section est d'exposer la démarche de libéralisation financière dans ces pays, et par la suite nous allons vers l'analyse du système financier et bancaire de chacun des pays de l'échantillon.

1. Le niveau de développement financier des Pays de l'étude

Généralement, les systèmes financiers des pays de l'échantillon ont connu d'intenses évolutions depuis le déclenchement de la crise financière internationale. Évidemment, ils n'ont pas été affectés par les conséquences directes de la crise. Pourtant la diminution de la croissance mondiale a eu des impacts importants sur les économies de ces pays.

Les conflits politiques de la région ont aussi violemment influencé le développement de l'intégralité des secteurs bancaires et financiers.

Figure N°19 : Développement financier dans les pays de l'échantillon, 2017



Source : JAIDI Larabi, les systèmes bancaires des pays arabes Sud méditerranéens : le financement de la croissance face aux enjeux de la stabilité financière, Revue D'économie financière N°136, 2019, p215.

Selon cette figure, nous remarquons que Le niveau de développement financier des pays de l'échantillon varie d'un pays à l'autre, est lié à plusieurs indicateurs tels que « développement institutionnel, cadres réglementaires »¹. Les résultats globaux ont progressé

¹ - JAIDI Larabi, les systèmes bancaires des pays arabes sud méditerranéens : le financement de la croissance face aux enjeux de la stabilité financière, Revue D'économie financière N°136, 2019, p215.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

ces dernières années dans tous les pays de l'échantillon. Ils montrent un niveau plus haut pour le développement des institutions financières notamment en Jordanie, au Liban et au Maroc.

2. Le système bancaire et financier algérien

2.1 Les réformes du système bancaire algérien

La structuration monétaire et bancaire, lancée après l'approbation de la loi sur la monnaie et le crédit en avril 1990 a renforcé les ajustements économiques et a mis fin aux crises de l'endettement, de l'inflation et de la gestion dirigée. Cette loi a résolu toute ingérence administrative et a installé des outils en vue de créer une autorité de régulation indépendante¹.

Parmi les aspects majeurs de cette loi sur la monnaie et le crédit, il est important de citer l'établissement de nouveaux liens entre les différents aspects du système bancaire, et entre ce dernier et les entreprises économiques publiques. Sous la loi 90-10, les banques nationales ont attribué une importance majeure à l'intermédiation financière en accumulant des dépôts et en octroyant des prêts pour financer tous les types d'investissements². Ainsi, La loi sur la monnaie et le crédit « n° 90-10 » a inclus un ensemble de mesures telles que³ :

- L'approbation de l'indépendance totale de la banque centrale nommée « banque d'Algérie », en qualité d'autorité monétaire autonome, par les autorités financières nationales ;
- La nomination de nouveaux organismes qui assument la restructuration, la gestion et le contrôle de la banque d'Algérie ;
- le renforcement de la fonction du marché monétaire dans le développement et le financement de l'économie nationale, et par la suite, la libéralisation de ce marché face aux banques privées internes et externes ;
- Rétablir la monnaie nationale ;
- varier les sources de financement des acteurs économiques, notamment les entreprises par le développement de la diversité du marché des valeurs mobilières « Bourse d'Algérie »;
- l'adaptation des fonctions des banques publiques pour augmenter leur efficacité dans les opérations bancaires et leurs contributions dans le financement de l'économie nationale comme;

1 - ARROUDJ Halim, Le Système Bancaire Algérien Sur Les Voies De La Modernisation : Quelques éléments D'analyse, Revue algérienne d'économie et gestion, Volume 9, Numéro 2, 2016, p08.

2 - BELLAL Samir , La Regulation Monetaire En Algerie (1990 - 2007), Revue du Chercheur, 2010, N°08, p19.

³ - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

- l'annulation de la spécialisation de l'activité bancaire des banques publiques et l'encouragement à offrir les nouveaux produits et les divers services financiers ;
- stériliser la situation financière des entreprises du secteur public.

En 2003, l'ordonnance présidentielle « n° 03-11 », publiée le 26 août 2003, a fourni des changements et des modifications à la loi sur la monnaie et le crédit. Cette ordonnance, vise à modifier la loi de 1990 dans le but de renforcer les conditions d'agrément des banques et des institutions financières, et de consolider les règles prudentielles qui organisent le marché du crédit¹.

Cette ordonnance vise clairement à corriger l'insuffisance de la réglementation du secteur bancaire révélée par les circonstances qui ont affecté le secteur financier, et décrit la volonté des autorités de prendre les démarches nécessaires pour maintenir la solidité du système bancaire interne et la crédibilité financière du pays. Sachant que, les principales dispositions de cette nouvelle ordonnance portent notamment sur les points suivants²:

- La pratique de l'activité bancaire : Les opérations bancaires ne peuvent être pratiquées que par deux types d'établissements « les banques et les établissements financiers » ;
- La nouvelle ordonnance rappelle l'obligation pour les banques et institutions financières de posséder un capital libéré entièrement et en numéraires au moins égal au montant fixé par le règlement « Pour les banques et institutions financières agréées antérieurement à la date de la publication de cette ordonnance, un délai de deux (2) années leur a été accordé ».
- l'application des normes de gestion : L'ordonnance sur la monnaie et le crédit tout comme la loi antérieure reconnaît aux banques et aux institutions financières le statut d'entreprise avec toutes les incidences que cela comporte sur le plan de la rentabilité ;

L'année 2010, a été marquée par l'apparition de l'ordonnance « n° 10-04 » du 26 août 2010 sur la monnaie et le crédit. Cette dernière ordonnance a pour but de modifier et compléter l'ordonnance « n° 03-11 » du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit.

Les modifications se concentrent sur les tâches et les mandats de la Banque d'Algérie³:

¹ - ARROUDJ Halim, op-cit, p19.

² - AOUDIA Kahina, Efficacité de la politique monétaire en Algérie : une appréciation critique, thèse de Doctorat en Sciences Economiques, université Mouloud Mammeri Tizi Ouzou, p 215, 220.

³ - Ordonnance n° 10-04, JOURNAL OFFICIEL DE LA REPUBLIQUE ALGERIENNE N° 50, 2010, p10.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

- L'élaboration de la balance des paiements et la présentation de la situation financière externe de l'Algérie, dans ce cas, elle peut demander aux institutions bancaires et aux établissements financiers ainsi qu'aux organismes financiers et à toute personne concernée de lui fournir toutes statistiques et informations qu'elle juge utiles ;
- Toute banque exerçant en Algérie est tenue de maintenir un compte courant créditeur auprès de la Banque d'Algérie afin de faciliter les règlements liés aux systèmes de paiement. Dans l'exercice de ses fonctions, la Banque d'Algérie peut demander à toute institution concernée de lui offrir les données pertinentes relatives aux moyens de paiement et aux dispositifs techniques qui leur sont liés ;
- Les participations étrangères dans les banques et établissements financiers de droit algérien ne sont acceptées que dans le cadre de partenariats où les propriétaires de titres nationaux représentent 51% au moins du capital. Et par conséquent, l'État dispose du droit de préemption sur toute vente d'actions d'une banque ou d'une institution financière.

Aujourd'hui l'économie algérienne compte 20 banques, réparties sur le territoire algérien, selon le tableau suivant :

Tableau N° 16: Composition de système bancaire algérien en 2023

| Banques | publiques | | privés | |
|-------------------------------|-----------|------|--------|------|
| | 2019 | 2023 | 2019 | 2023 |
| | 06 | 07 | 14 | 13 |
| Etablissements financières | publiques | | privés | |
| | 2019 | 2023 | 2019 | 2023 |
| | 06 | 06 | 02 | 02 |

Source : Banque d'Algérie

En Algérie, depuis l'apparition du règlement « N°2020-02 » en mars 2020, la majorité des banques publiques ont lancé des guichets islamiques. Selon le règlement « 2020-02 », le

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

guichet doit être financièrement indépendant, et sa comptabilité doit être entièrement séparée. Ainsi, le règlement impose aux institutions financières à créer un comité de contrôle charaïque¹.

Tableau N°17 : Le nombre de guichets de finance islamique (secteur public), active dans l'économie algérienne en 2021

| Nom de banque | Nomb re d'agences en 2019 | Part de marché en 2018 | Nombre de guichets de finance islamique |
|--|---------------------------------|---|--|
| Banque extérieure d'Algérie (BEA) | 216 | Les banques publiques détiennent 87 % de la part de marché bancaire algérien (Rapport de banque d'Algérie, 2018) | - |
| Banque nationale d'Algérie (BNA) | 218 | | Plus de 50 guichets ouverts |
| Crédit populaire d'Algérie (CPA) | 150 | | Plus de 100 guichets seront ouverts avant la fin de 2021 |
| Banque de l'agriculture et de développement rural (BADR) | 327 | | -9 guichets sont ouverts -58 guichets seront ouverts avant la fin de 2021 |
| Banque de développement local (BDL) | 160 | | |
| Caisse nationale d'épargne et de prévoyance (CNEP- Banque) | 218 | | - Une agence spécialisée de finance islamique est ouverte - 40 guichets sont ouverts en 2021 |
| 6 Banques publiques (13 banques étrangères) | 1289 | | Les banques islamiques ne détiennent que 3% de la part de marché bancaire algérien |

Source : DAHAK Abdennour, KARA Rabah . La gestion des risques au sein des guichets de finance islamique en Algérie: un état des lieux. Biannual Review. décembre 2021.

En effet, la dernière décennie a connu un intérêt croissant pour les questions liées à la finance islamique en Algérie, notamment avec l'approbation du règlement « N°20-02 » du 15 mars 2020, déterminant les opérations bancaire relevant de la finance islamique, et les

¹ - SAM Hocine, Développement de la finance islamique en Algérie : état des lieux et décryptages du règlement de la Banque d'Algérie 2020-20, OUVRAGE COLLECTIF, le projet de la finance islamique en Algérie : réalités et perspective, décembre 2022, p175.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

modalités de leur activité par les banques et les établissements financiers. Ainsi, les causes de cette destination peuvent être justifiées par l'intégration de la liquidité du marché parallèle dans le système bancaire.

2.2 L'évolution des indicateurs de la libéralisation financière en Algérie (1990- 2017)

Depuis 1988, plusieurs dispositions ont été mises en place dans le cadre du programme de stabilisation, ces dispositions ont été renforcées par la loi 90-10 sur la monnaie et le crédit, et complétées par le programme d'ajustement structurel « PAS » en 1991, qui a approuvé la restructuration de la dette.¹

Après 1993, la libéralisation économique s'est traduite par la désertion de nombreuses mesures qui ont dirigé une politique d'investissement massif financée par le recours croissant à l'endettement extérieur². Par la suite, la transition vers une économie de marché s'est définie par la suppression des supervisions sur les prix et la libéralisation des taux d'intérêt dès 1990. Parallèlement, les taux de récapitulation de la Banque centrale d'Algérie ont été augmentés de « 10,5% à 15% » entre 1990 et 1994³. Cela dans le but de motiver les banques à mobiliser l'épargne des ménages et des entreprises, et de réduire la thésaurisation.

Pour faire face au coût de l'endettement, l'Algérie a approuvé des règles d'ouverture et de libéralisation en vue d'encourager les exportations, limiter les importations et attirer les investissements du secteur privés et surtout étrangers. Les mesures de la loi sur la monnaie et le crédit et de la loi de Finances complémentaire pour 1990 ont permis de diminuer le monopole de l'État sur le commerce extérieur et ont mené à une « quasi-libéralisation » des importations. Ainsi, concernant les exportations non pétrolières, elles sont entièrement libres et favorisées.

Après les vagues de dévaluations de la monnaie locale en 1991 (100%) et 1994 (50%)⁴, L'Algérie a renoncé en 1995 à la fixation administrative du taux de change, en agissant à la création d'un marché interbancaire des changes offrant la convertibilité commerciale du dinar⁵.

Cependant, l'Algérie continue de superviser les flux de capitaux entrants, en motivant les investissements plus durables tels que les investissements directs étrangers « IDE » et en

¹ - Ibid, p 209-212.

² - ARROUDJ Halim, op cit, p19

³ - RENNANE Rabeh, BEN BAYER Habib, Le régime du change en vigueur en Algérie: une expérience d'une cinquantaine d'années, Revue Afak Ilmia, Volume: 15, N°02, Année 2023, p39-41.

⁴ - Ibid, p41-44.

⁵ - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

diminuant les investissements à court terme et les investissements des résidents à l'étranger, tirant des leçons de la crise asiatique causée par les mouvements de capitaux caractérisés par une volatilité accrue. Il est donc essentiel de poursuivre les réformes à l'époque, afin de préparer le système financier algérien et l'économie algérienne à une inclusion internationale et de diversifier les sources de revenus avant de procéder à une libéralisation progressive des mouvements de capitaux¹.

Concernant le secteur productif, des corrections ont été apportées pour stimuler le rôle du secteur privé, et réévaluer le rôle de l'État en tant que accompagnateur de l'activité économique. Dans ce contexte, après l'adoption de la « LMC », un nouveau code des investissements a été mis en place en 1993², libéralisant entièrement l'initiative privée et annulant toute discrimination entre le secteur privé et le secteur public.

Les critères de libéralisation mis en place ont eu un effet positif sur la politique d'épargne des banques algériennes. Le montant des dépôts collectés a connu une augmentation significative, passant de 489 milliards de DA en 1995 à 6 283 milliards de DA en 2011³. Après la position de pénurie de ressources dont ont toujours souffert les banques pendant les années quatre-vingt-dix, elles indiquent depuis 2001 un état de surliquidité croissante, grâce à l'amélioration de la position du marché pétrolier, et aux changements introduits dans la politique de financement de l'économie. Les efforts engagés par les banques pour accumuler des ressources s'apprécient dans les nouveaux produits proposés aux consommateurs, et le perfectionnement des critères de placement des fonds et la modification des taux d'intérêt, qui se traduit par un accroissement de la part des dépôts à long terme dans le total du bilan passant de 40,9% en 1990 à 70,6% entre 2003 et 2005, avant de se maintenir autour de 45,4% de 2005 à 2011⁴.

Durant cette période, il existe un autre canal par lequel la libéralisation influence la croissance économique, c'est celui de la répartition des ressources qui a profité d'une attention particulière, en appuyant sur l'exigence de rentabilité et de solvabilité dans la permutation des ressources en crédits. En raison de la position favorable des prix du pétrole, le montant des crédits octroyés à l'économie a élevé de façon constante depuis l'année deux

¹ - TALAHITE Fatiha, La réforme bancaire et financière en Algérie, Cahier de CREAD, n°52, 2^{ème} trimestre 2000, p 16.

² - BOUKHEZER HAMMICHE Nacira, libéralisation financière et effet sur l'investissement en Algérie, revue Monde En développement, Vol.41 – 2013 /2- N°162, pp 138,139.

³ - Ibid.

⁴ - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

mille¹. En particulier, la portion des crédits à moyen et long terme a augmenté de 22,6% en 1996 à 46% en 2004, ensuite à 63,4% en 2011² du total des crédits accordés. Malgré cette évolution les montants attribués restent assez faibles, ce qui pénalise les entreprises recherchant des ressources à long terme. Cette situation est accentuée par l'absence d'un marché financier dynamique et d'institutions particulières.

L'attribution des financements entre les secteurs économiques a subi des changements significatifs à la suite des ajustements introduits dans le secteur bancaire et dans le domaine des investissements, après une période d'exclusion par le système bancaire. Les crédits octroyés au secteur privé, qui représentait moins de 3% entre 1960 et 1980 ont abouti à 10% en 1990, et à 55% « moyenne de la période » entre 2005-2010. L'autre dimension de la libéralisation est l'ouverture du secteur bancaire au secteur privé dans le but de stimuler la concurrence et la performance des banques. Cependant, l'apparition de la première banque privée n'a été accomplie qu'en 1999. Le secteur bancaire reste largement maîtrisé par les banques de secteur public. Les banques privées ont contrôlé respectivement 14% et 11% » des crédits et des dépôts à la fin de l'année 2011³. En outre, l'inflation a été maîtrisée, passant d'un pic de « 39% en 1994 » à une moyenne de « 4% en 2001 », avec une légère progression à 5,7% en 2009-2010 à cause de la crise financière internationale. Depuis 2000, la balance des paiements « BP » et le budget enregistrent des excédents. Les réserves de change ont sensiblement augmenté, variant de moins de 1 mois d'importation en 1990 à plus de 39 mois en 2011⁴, et un paiement anticipé de la dette extérieure a été lancé en 2006. En plus de ces dispositions, une gestion prudente des réserves de change a été approuvée⁵, en soutenant le taux de change de la monnaie domestique à son niveau d'équilibre.

Le système financier algérien n'a pas été influencé par les conséquences de la crise financière en 2008, en raison de la vulnérabilité enregistrée au niveau des échanges de capitaux entre l'Algérie et le monde extérieur⁶. En revanche, l'économie algérienne a été

¹ - AOUDIA Kahina, Op-cit, p287.

² - Rapports annuels, Banque d'Algérie, 2005-2013.

³ - BOUKHEZER HAMMICHE Nacira, Op-cit, p 139.

⁴ - Ibid, 140.

⁵ - Ibid.

⁶ - OUFRIHA Fatma Zohra, MENNA Khaled, Ecrits monétaires, édition OPU, 2015, p321.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

touchée de façon indirecte par la crise financière puisque cette crise a eu un impact négatif sur les prix du pétrole.¹

Généralement, le marché des valeurs « la Bourse » reste relativement faible dans la plupart des « PED » et principalement les pays au sud de la Méditerranée. Pourtant, il a eu tendance à avoir une place plus essentielle dans l'économie, notamment dans « l'investissement et l'épargne ». Ainsi, avec un taux de capitalisation boursière de « 0,22% et trois entreprises cotées ». Avec ce ratio, l'Algérie est classée derrière le Maroc et la Tunisie². À cet effet, il existe plusieurs raisons qui justifient cette vulnérabilité³:

- Le caractère juridique des entreprises privées algérienne « la majorité des PME sont de nature familiale ».
- L'absence de transparence et la diffusion de l'information comptable.
- Le cadre économique et réglementaire n'est pas ajusté aux besoins des marchés financiers.

En 2017, Le gouvernement algérien a introduit le financement non traditionnel par la loi du crédit et de la monnaie « loi N°17-10 » du 11 octobre 2017. Cette décision a été exigée suite à la diminution du prix du pétrole au marché mondial, durant cette période, le ministre des finances a indiqué que les besoins de financement sont évalués à « 570 Milliards de Dinars » en 2017, et « 1815 Milliards de Dinars » en 2018 et « 580 Milliards de Dinars » en 2019⁴.

Selon la revue Jeune Afrique en 2022, le ratio de bancarisation en Algérie n'a pas dépassé 50%⁵, une valeur faible par rapport aux taux standard dans les pays émergents ». Ainsi, le ratio des transactions bancaires algériennes représente « 85% du PIB », ce qui reflète une valeur faible en comparaison avec le ratio d'activité bancaire marocain et tunisien, qui représente respectivement « 137% et 110% du PIB »⁶

¹ - MAAMERI ASSIA, La crise financière 2008 origine et répercussions, revue droits et sciences sociales, université ziane Achour ELDJALFA, 2018, p464.

² - KARA Rabah, analyse du développement financier de l'Algérie (1962-2015), thèse de doctorat en sciences économiques, ummto 2017, p175

³ - Ibid., pp 176,177.

⁴ - AIT SI SAID Radia, Financement non conventionnel en Algérie, Mesures d'accompagnement et impacts, Revue Algérienne d'Economie et gestion Vol. 14, N° : 01 (2020), p 290.

⁵ - Ibid.

⁶ IGUERGAZIZ Wassila, GUENDOUL Farouk, Analyse du secteur bancaire algérien : un secteur mal-développé, dans une économie à fort besoin de financement, Revue JEFB, volume 8, N°1, Mars 2023, p146.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

3. Le système bancaire et financier Marocain

Dès le début des années quatre-vingt-dix, le système financier Marocain a vécu des réformes exhaustives basées sur plusieurs volets. Ces révisions ont permis l'ouverture des marchés de capitaux en réorganisant les relations entre les divers agents du système financier, et même la libéralisation des transactions financières et l'actualisation du cadre réglementaire des banques marocaines et du marché financier de cet pays.

La sphère financière marocaine a vécu une libéralisation profonde et spéciale à partir des années quatre-vingt-dix, caractérisée par des réformes imposées par la « Banque mondiale », résumées en abréviation par le mot « 3D » qui indique « la déréglementation, le décloisonnement et la désintermédiation »¹. Ces réformes ont été appliquées en plusieurs tranches, en commençant par la sphère bancaire entre « 1991 et 1995 », puis se sont succédant par l'évolution du marché des capitaux et la libéralisation du secteur financier à partir de 1996.

3.1 Les réformes du système bancaire marocain

Depuis 1991, diverses dispositions ont été prises pour moderniser le secteur financier marocain, en particulier par le biais de la loi bancaire « n° 2-91-967 » du 21 juillet 1993. Ci-dessous, voici quelques mesures qui ont été prises² :

- Annulation de l'encadrement du crédit établi en 1974, et libéralisation des taux d'intérêt « débiteurs et créditeurs » sauf pour les taux pratiqués aux crédits à l'exportation et aux crédits aux PME ;
- élargissement des intermédiaires financiers, avec l'apparition de deux nouvelles banques « Bank Al AMAL » et la banque de « développement des collectivités locales ».
- approbation de mesures prudentielles convenable aux normes internationales, comme les règles établies par le comité de Bâle. Cela inclut le ratio "Cook", qui assure la couverture des incertitudes bancaires par des fonds propres, ainsi que des mesures ciblant à limiter les risques relatifs à la clientèle, tels que le coefficient de répartition des risques et de nouvelles mesures de provision pour les créances douteuses

¹ - Dahir n° 1-05-178 du 15 moharrem 1427 (14 février 2006) portant promulgation de la loi n° 34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés.

² - Décret n° 2-91-967 du 30 moharrem 1414 (21 juillet 1993) fixant la composition et le fonctionnement du Comité des établissements de crédit

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Ces restructurations ont permis au système bancaire marocain de s'élargir plus à l'extérieure, de nombreuses banques commerciales ouvrant des filiales à l'extérieur. Elles ont également créé un cadre juridique approprié pour toutes les institutions de crédit et ont diversifié leurs activités vers de nouveaux domaines tels que le crédit-bail « leasing », les transactions de factoring, et la création de services encourageant la création et le développement des petites et moyennes d'entreprises.

En concordance avec ces réformes, des règles importantes ont été appliquées en ce qui concerne la politique monétaire, telles que l'utilisation d'instruments indirects de régulation comme « le marché ouvert, les opérations de reprise de liquidités et les avances sur appels d'offres ». De plus, le nouveau statut de « Bank al-Maghrib » a accordé plus d'indépendance aux autorités monétaires et cherche à écarter les conflits d'intérêts entre les composantes de la politique économique « la politique budgétaire et la politique monétaire ».¹

En 2006, le taux de bancarisation de la population était au début de sa progression, il reste encore faible « 37% contre 98% pour la France ». ²Ensuite, cette période, c'était la phase d'exécution des règles de « Bale II ». Par la suite, en 2015, ce marché bancaire était caractérisé par une forte concentration. En conséquence, la part des trois premières banques représente « 66% du total du bilan du secteur et celle des cinq premières totalise 80% ».³

En 2017, selon les derniers rapports publiés par « banque ALMAGHRIB », le nombre d'établissements de crédit marocains agréés était de « 84 établissement » répartis de la façon suivante⁴ :

- 19 banques « publiques et privées » ;
- 34 sociétés de financement ;
- 06 banques offshores ;
- 13 associations de microcrédit ;
- 09 établissements de paiement ;
- 03 caisses de dépôt et garantie.

Fin 2018, le total des actifs du système bancaire marocain constituait environ « 121% du PIB », et les trois plus grandes entreprises bancaires représentaient « 61% du total des

¹ - Rapport du FMI N°16/35, Février 2016, p18.

² - MOUFTI Saïd, système financier marocain pour une convergence accélères vers les standard de l'union européenne, conférence économique africaine : le 12-14 novembre, Tunisie 2008

³ - Rapports UBM 2016/2017.

⁴ - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

actifs ». Ainsi, les cinq plus grands établissements bancaires représentaient presque « 77% du total des actifs ».¹

Ensuite, une circulaire est apparue qui fixe les règlements pour la création et l'exploitation des « fenêtres participatives » par les banques classiques au Maroc. Ainsi, la politique monétaire pendant cette période est fondée sur l'objectif unique de croissance monétaire, et cela est apparu successivement dans les rapports de la banque centrale marocaine. après avoir longtemps favorisé l'évolution des agrégats monétaires « M1 et M3 », les autorités monétaires cherchent à maîtriser le taux d'intérêt à court terme.²

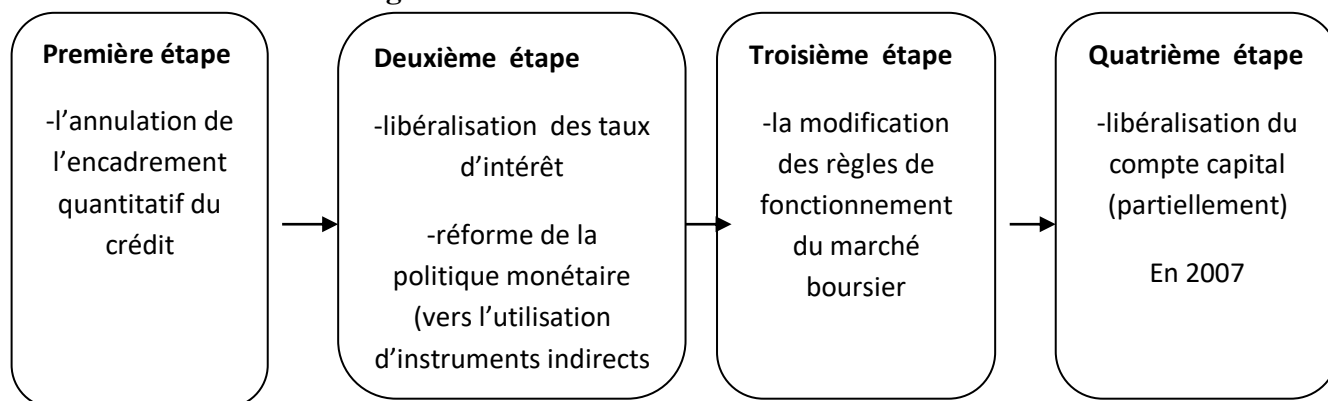
3.2 Les réformes du marché des capitaux

Depuis les années quatre-vingt-dix, la capitalisation boursière au Maroc a vécu une vaste extension. Avant les réformes, elle s'élevait à « 16,9 milliards de DH ». Par la suite, elle a connu une augmentation rapide, en conséquence de :

- la cession d'entreprises publiques par le biais d'offres publiques de vente « OPV »,
- d'augmentations de capital d'entreprises cotées ;
- l'introduction de nouvelles entreprises.

De 1992 à 2004, la croissance enregistrée a atteint environ 1116,59%³. Cette augmentation importante est le résultat de diverses évolutions de capital réalisées suite aux opérations de privatisation et aux nouveaux critères en matière de mesures prudentielles pour les banques et les institutions financière

Figure N°20 : Processus de réforme financière au Maroc



Source : WARGUI Mohamed, Les réformes financières au Maroc : séquences et agendas, revue Économies du Maghreb, 2009, p21-22.

¹ - SEKALI Jamel, BOUZAHZAH Mohamed, système financier marocain vers l'inclusion financière : analyse et recommandations, Revue du contrôle de la comptabilité et de l'audit, Volume 05 N°01, p 271.

² ELMKADEM Abdellatif, Mutations financières et politique monétaire au Maroc, critiques économiques N°22 ;2008 ; p 06.

³ - WARGUI Mohamed, Les réformes financières au Maroc : séquences et agendas, revue Économies du Maghreb, 2009, p17.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

La restructuration du marché des capitaux a été lancée d'une façon progressive. En 1993, des décisions ont été prises pour dynamiser la Bourse de « Casablanca », par la création des « sociétés de bourse et des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières » (OPCVM), ainsi par la mise en place d'une institution de contrôle, « le Conseil déontologique des valeurs mobilières » « dahir portant loi n° 1/93/212 du 21 septembre 1993 »¹. En 1997, d'autres restructurations ont été appliquées, telles que² :

- La modernisation du système de cotation, soit l'informatisation du système ;
- la dématérialisation et la numérisation des titres ;
- L'installation d'un dépositaire central « Maroclear », et par la suite, la création d'un fonds de garantie pour les clients.

Depuis 2006, la réorganisation a visé à renforcer la transparence des « OPCVM », à accroître les pouvoirs de contrôle du CDVM et même à améliorer la sécurité des opérations « dahir n° 1-96-246 portant loi n° 35/96 du 9 janvier 1997 »³.

Conformément à ces réformes, l'institution de régulation de la Bourse de Casablanca a renforcé ses capacités d'enquête et de sanction. Au travers d'une nouvelle loi, elle a été renommé « Autorité marocaine du marché des capitaux, AMMC ». Ce progrès permet au « CDVM » de profiter d'une plus grande indépendance et d'appliquer les mêmes critères d'organisation des bourses des pays émergents, et cela a été publié dans le « Projet de loi n° 53.08 » remplaçant le dahir portant « promulgation de la loi n° 1/93/212 ».⁴

La performance boursière au Maroc reste toujours faible par rapport à celle enregistrée par certains pays de la région « MENA », précisément la Jordanie « un taux de capitalisation boursière qui dépasse 208% du PIB », et un ratio de transaction de 72%⁵. Ainsi, le marché des capitaux marocain n'arrive pas encore à jouer son rôle comme un organisme de financement pour les entreprises marocaines.

¹ - Ibid, p 11.

² - LAMRANI Elmahdi, le système financier marocain en quête d'un nouveau souffle, édition centre jaques Berque, Maroc 2015, p 971.

³ - DAHIR PORTANT LOI N° 1-93-212 DU 21 SEPTEMBRE 1993

⁴ - LOI N° 53.08 RELATIF A L'AUTORITE MAROCAINE DU MARCHE DES CAPITAUX

⁵ - MOUFTI Said, op-cit, p08.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

4. Le système bancaire et financier Tunisien

4.1 Les réformes du système bancaire Tunisien

Le Plan d'Ajustement Structurel « PAS », de 1987 a participé à la construction d'un marché financier moderne et bien structuré et caractérisé par un allègement des conditions de prêt¹. Pendant cette période, les banques ont ainsi appliqué une politique de financement basée sur les anticipations des ménages. Par la suite, de nouvelles décisions ont été mises en place pour améliorer la capacité du système financier tunisien à mobiliser l'épargne et à financer les investissements, soit la « mobilisation optimale ».

Les décisions essentielles de cette politique comprenaient une suppression de l'encadrement du crédit, et l'approbation d'une nouvelle stratégie de refinancement, et particulièrement la déréglementation des taux d'intérêt et l'application d'une nouvelle politique de réserves obligatoires. Cette politique vise principalement à améliorer la sécurité, et la stabilité monétaire « indispensables à un système bancaire performant »² et renforcer la solidité financière (solvabilité) des banques et favoriser un environnement bancaire plus concurrentiel.

À la fin des années 1990, le système bancaire tunisien a connu des réformes en vue de soutenir la libéralisation financière, ce qui a provoqué un changement au niveau de sa structure. L'objectif de cette libéralisation à cette époque est de réduire le monopole des banques publiques, en favorisant davantage d'efficacité et de décentralisation dans ce secteur d'activité.

Cette mutation s'est effectuée par une multiplicité des activités des banques. De plus, la diminution du rôle de l'État a encouragé l'entrée des investisseurs étrangers dans le capital des banques sur le marché interne. Après 2013, le système bancaire tunisien est presque totalement dominé par des banques privées. En 2014, la composition de l'actionnariat « participation au capital » se divisait entre l'État « 24,4% », les actionnaires privés tunisiens « 33% » et les actionnaires étrangers « 42,6% ».³

Concernant l'aspect opérationnel de la politique monétaire et un changement des statuts de la Banque Centrale de Tunisie « BCT » au mois de mai 2006 a amené des modifications

¹ - CHAKER Samira, Impacts sociaux de l'ajustement structurel : cas de la Tunisie, Nouvelles pratiques sociales, volume 10, N°01, 1997, P01.

² - BRACK Estelle, l'économie tunisienne entre ajustement et intégration (1986-1995), thèse doctorat en sciences économiques, université précédent Panthéon-Assas, PARIS, 1997, pp 111-113.

³ - Rapport Sur la Supervision Bancaire 2015, banque centrale de Tunisie.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

importantes, L'article 33, de cette modification a défini l'objectif final de la politique monétaire, en soulignant la stabilité des prix. Auparavant, l'objectif final de l'autorité monétaire était de préserver la stabilité interne de la monnaie domestique, en rectifiant les écarts d'inflation par rapport aux principaux partenaires commerciaux.

Malgré les principales modifications apportées par l'adaptation de la loi organique de la « BCT , en 2006 » qui fixe la stabilité des prix comme objectif final de la politique monétaire, la banque centrale continue dans une phase de mutation à appliquer une méthode quantitative fondée sur le ciblage de l'agrégat monétaire « M3 » comme objectif intermédiaire. La BCT agit sur la base monétaire comme objectif opérationnel. Cela, à travers un plan pour contrôler les outils du taux d'intérêt directeur « taux de l'appel d'offres » et du taux de « réserve obligatoire ».

La libéralisation bancaire soutenue par les autorités tunisiennes depuis 1987, s'est marquée par ¹:

- L'utilisation de la réserve obligatoire ;
- La mise en place de « ratio Cooke » pour les banques tunisiennes ;
- La mise en place d'un système de «couverture et de division des risques » ;
- La mise en place de nouvelles « normes prudentielles ».

Dans ce contexte, la « BCT » a envisagé à moyen terme le passage vers un système de ciblage direct de l'inflation², il existe pendant cette période un double objectif, la stabilité du taux de change effectif comme « objectif intermédiaire » et la base monétaire et l'agrégat plus large M3 comme « objectifs opérationnels ».

La mise en place d'un nouveau cadre de politique monétaire fondée sur le ciblage de l'inflation revêt une importance capitale conformément à l'objectif fixé par les autorités en vue de la convertibilité du dinar et de l'adoption d'un régime flottant, Ainsi, pour la Tunisie, le changement de politique monétaire est clair puisqu'on peut lire dans les documents de la BCT que³:

- Durant la première étape, la BCT privilégiera une approche quantitative en agissant sur la base monétaire ;

¹ - BRACK Estelle, op-cit, P 119-125.

² - CHOCKRI Adnen, FRIHKA Ibticem, La portée de la politique de ciblage d'inflation: Approche analytique et empirique pour le cas Tunisien, PANOECOMICUS, Tunisie, 2011, 1, pp. 91-111

³ - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

- dans une seconde étape, l'Institut d'émission adoptera une politique de ciblage d'inflation.

Tableau N°18 : Evolution de la politique monétaire en Tunisie (1990-2016)

| Périodes | Type de la PM | Objectifs principales | Les instruments |
|-----------|---|--|---|
| 1990-2005 | -politique monétaire discrétionnaire | -plusieurs objectifs à la fois et la stabilité de système financier ; -la maîtrise de l'inflation ; -le soutien de l'activité économique | - le taux d'intérêt - volume de liquidité |
| 2006-2011 | -fixation des politiques monétaires et de changes | -renforcement de l'indépendance de la BCT ; - la stabilisation monétaire ; | - lois organiques |
| 2012-2016 | -politique monétaire mixte ; assouplissement monétaire (Quantitative Easing) | -Relancer l'activité économique ; - flexibilité de politique de change ; -ciblage d'inflation. | -encourager les crédits d'investissement ; -la baisse du taux directeur ; -la baisse du taux de réserves obligatoires |

Source : rapports de BCT « 1995-2019 ».

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

À la fin de ces étapes, la banque centrale tunisienne n'a pas atteint son objectif principal « stabilité des prix » et malgré ses interventions, l'inflation résiste, et l'accroissement du taux d'intérêt n'a pas diminué l'inflation que d'une faible portion¹.

Actuellement, malgré que la valeur du dinar tunisien est déterminée sur le marché interbancaire, le régime de change adopté par la BCT peut-être qualifié comme « un flottement dirigé »², où la trajectoire du taux de change n'est pas annoncée antérieurement. Cela, permet des ajustements discrétionnaires fondés sur un panier de devises, dont les pondérations ne sont pas fournies au public « flottement administré ».

La « BCT » continue ainsi de cibler le taux de change effectif réel « TCRE », en visant une dépréciation de la monnaie locale, et intervient quotidiennement sur le marché monétaire pour corriger la valeur du taux de change nominal du dinar « TCNE »³ par rapport aux principales devises, en gardant une bande de 1% entre les cours d'achat et de vente de la monnaie domestique.

4.2 Les réformes du marché des capitaux.

Avant les années mille neuf cent quatre-vingt-dix, les autorités tunisiennes appliquaient une vaste opération de contrôle sur les exportations⁴, et les transactions en compte capital, à l'exception des flux entrants de type IDE qui ont été encouragés dans plusieurs cas.

Cependant, en 1992, la Tunisie a relâché les restrictions en ce qui concerne le contrôle des changes sur les opérations courantes, ce qui favorise la convertibilité courante du dinar tunisien. De plus, les flux entrants de catégorie « investissements de portefeuille » ont été partiellement libéralisés à la fin de 1995⁵. Malgré tout ces décisions, la libéralisation reste limitée et faible pendant la période « 1990-2000 », et cela principalement en raison des règles administratives relatives aux recettes d'exportations et aux sorties des « IDE »*.

¹ -ALLIMI Kawther ;Essais sur la politique monétaire en Tunisie dans un cadre d'équilibre général dynamique stochastique, thèse de Doctorat en sciences économiques, Université d'Orléans, 2019, p21-25.

² - Ibid.

³ - rapports de BCT »1995-2019 ».

⁴ - THAALBI Ines, Déterminants et impacts des IDE sur la croissance économique en Tunisie, thèse de Doctorat en sciences économiques, Université de Strasbourg, 2013, p33.

⁵ - Ibid.

*- Certains économistes, tels que TERSEN et BRICOT, 1996 ; L.ABDELMALKI, 1998 ; S. LEVASSEUR, 2002 ; F.BOST, 2004 ; E.VERGNAUD 2005, ont principalement expliqué l'accroissement explosif des flux internationaux de capitaux, des années 1980 par le phénomène de déréglementation des IDE qui consiste à supprimer un certain nombre de restrictions aux flux entrants d'IDE, permettant ainsi l'émergence d'une nouvelle stratégie pour les États, qui cherchent non seulement à l'internationalisation des firmes nationales, mais qui essayent aussi d'attirer les investisseurs étrangers en mettant en valeur l'attractivité du pays d'accueil.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Tableau N°19: Les étapes de la libéralisation financière en Tunisie

| ANNEE | 1980 | 1987 | 1989 | 1992 | 1993 | 1996 | 1997 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Taux d'intérêt | | x | | | | | |
| Barrières à l'entrée | | | | | | x | |
| Réserves obligatoires | | | x | | | | |
| Contrôle du crédit | | | | | x | | |
| Privatisation | | | | | | | x |
| Réglementation prudentielle | | | | x | | | |

Source : Rapports de FMI, 2000.

On constate que les premières étapes du processus de libéralisation financière en Tunisie se sont étalées sur 11 ans¹. Ainsi, ce tableau montre que la déréglementation des taux d'intérêt s'est effectuée en première étape et que les étapes appliquées par la suite n'ont pas respecté l'ordre et les étapes de libéralisation².

Ainsi, Les transferts de fonds sont soumis à l'autorisation de la Banque Centrale de Tunisie, ce qui limite le degré de libéralisation. En conséquence, Seuls les « non-résidents » sont autorisés à rapatrier le montant investi, ainsi que les bénéficiaires de ces investissements en devise. Parallèlement, le niveau des flux d'investissements de portefeuille qui illustre les restrictions permanentes sur les mouvements de capitaux, reste très faible « Les entrées nettes d'investissements de portefeuille n'ont pas dépassé 0,2 % du PIB pendant la période 2000 jusqu'à 2014 »³.

¹ - AMAIRA Bouzid, Indice de libéralisation financière en Tunisie : Notes et analyses de l'ITCEQ, Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives, N° 47 – 2017, p 16.

² - Rapports de FMI, 2000.

³- GRITLI Mohamed Ilyes, Libéralisation du compte capital, développement financier et croissance économique, thèse de Doctorat en sciences économiques, Université L'UNIVERSITE DE TUNIS EL MANAR, 2017, p144.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Selon une étude effectuée par « Zina Essid en 2017 »¹, le marché boursier tunisien a été élargi entre 2005 et 2016 mais cette expansion reste limitée par rapport aux marchés financiers de la région de MENA et les autres pays émergents.

Le développement du marché financier en Tunisie dépend toujours à l'intervention de l'État, et principalement à travers la privatisation de certaines entreprises du secteur public qui agissent dans des domaines stratégiques. Ainsi, Il est important de renforcer la transparence du marché financier en vue d'augmenter la confiance de tous les opérateurs et la fiabilité de toutes les transactions effectuées dans ce marché financier.

5 Le Système bancaire et financier Jordanien

5.1 Les réformes du système bancaire en Jordanie

En Jordanie, les dispositions de contrôle monétaire indirect ont été réduites et la création de certificats de dépôt « en dollars et en dinar jordanien » en 1993 a été la décision essentielle qui a été adoptée par la banque centrale. Les efforts de l'autorité monétaire en Jordanie en ce qui concerne la politique monétaire ont été principalement basés sur l'application de réserves obligatoires et l'utilisation de réescompte, dont les taux ont été adaptés à plusieurs reprises depuis le lancement des réformes bancaires. Ainsi, dans le but d'améliorer la politique des réserves obligatoires « qui étaient non rémunérées », la « BCJ » a autorisé les banques à ouvrir pour la première fois des comptes à terme en monnaie locale pour une durée limitée de 6 mois avec un taux de « 4% en juin 1992 ».

Les réformes financières et monétaires engagées depuis 1990 ont conduit à un accroissement du taux des réserves, cela pour faire face à l'inflation. En conséquence, Les réserves obligatoires ont atteint un taux de 15% sur les dépôts à terme. Ainsi en 1996, l'évaluation de l'assiette des réserves obligatoires a été modifiée « les banques doivent déposer quotidiennement à la Banque Centrale 80%² du taux des réserves ».

La politique monétaire de la « BCJ » vise à réaliser trois objectifs essentiels ³:

- maîtriser l'inflation ;
- soutenir l'ancrage du dinar jordanien vis-à-vis du dollar américain ;
- attirer des capitaux étrangers

¹ - GRITLI Mohamed Ilyes, op-cit, p 144.

² - Annual Report, CENTRAL BANK OF JORDAN, 2000

³ - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Cet ancrage au dollar oblige la banque centrale à adopter le taux d'intérêt des États-Unis afin de garder un écart de taux significatif et diminuer la dollarisation. Depuis les fortes pressions inflationnistes en fin 2008, les autorités monétaires jordaniennes ont appliqué une politique monétaire plus rigide que celle utilisée par la Réserve fédérale des États-Unis, ce qui a provoqué un accroissement d'écart de taux en faveur de « BCJ ».

Cependant, une hausse des dépôts en dollars a été remarquée « en 2012 », mais la Banque Centrale de Jordanie a freiné cette tendance au mois de décembre, en augmentant les taux sur les dépôts en monnaie domestique, rendant ainsi le dinar jordanien plus attractif. De plus, l'accroissement des prix de pétrole en novembre 2012 a provoqué une augmentation significative du taux d'inflation, atteignant presque 7% en glissement annuel en décembre 2012 soit à son plus haut niveau depuis 2008.

Concernant la gestion des taux d'intérêt, la Banque Centrale de Jordanie a appliqué une stratégie de taux d'intérêt flottants pour les prêts et les dépôts. En même temps, elle a choisi l'utilisation exclusive des outils indirects, tels que des certificats de dépôts pour cibler l'offre de monnaie. A travers ces instruments indirects, la Banque Centrale garde une différence entre les taux d'intérêt des dépôts en dinars jordaniens et ceux des dépôts en devises, dans le but de stimuler les agents économiques à préférer la détention de dinars¹.

Enfin, on peut regrouper l'évolution du système bancaire et monétaire en trois périodes différentes, qui peuvent être résumées comme suit² :

- 1^{er} période (1990-2000) : cette période a été caractérisée par :
 - L'adoption des réformes visant à améliorer le système bancaire jordanien ;
 - L'adoption des règlements pour attirer les participants étrangers et encourager l'extension des activités bancaires ;
 - L'adoption d'une politique monétaire basée sur la stabilité des prix (réduction de l'inflation) ;
 - Le maintien d'une différence entre les taux d'intérêt sur les dépôts valorisés en dinars et en devises afin d'encourager les dépôts en monnaie locale ;
 - Cette période a été caractérisée par un taux de liquidité très élevé ;

¹ - BENTAHAR Nawel, les conditions préalables au succès de la libéralisation financière : application aux pays du Maghreb et du Machrek Arabes, thèse de doctorat en sciences économiques, Université d'Auvergne Clermont 1, 2005, P 246.

² - Perspectives économiques régionales, FMI, 2005-2015.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

- la politique monétaire de cette période a été caractérisée par une tendance vers la stimulation de la croissance économique sous condition de (stabilité des prix) ;
- pendant cette période le secteur bancaire a été caractérisé par un niveau de développement relativement modéré ;
- 2^{ème} période (2001-2010), pendant cette décennie les autorités monétaires ont visé les points suivants ¹:
 - L'adoption des normes internationales de gouvernance et la gestion des risques ;
 - Le taux de liquidité a connu une tendance à la baisse ;
 - L'indice de développement de secteur bancaire a connu une amélioration dû à l'expansion et la diversification bancaire.
- 3^{ème} période, après 2010, le système bancaire a connu une amélioration, cette tendance a été motivée par l'innovation technologique. généralement durant cette décennie le secteur bancaire a connu les points suivants² :
 - Selon le FMI, le système bancaire est classé parmi les premiers systèmes dans la région de MENA ;
 - La politique monétaire est influencée par les chocs externes. Par conséquent, durant cette période la BCJ cherche à stabiliser les prix et à diminuer les pressions sur la balance des paiements et les réserves de change.
 - Mise en œuvre d'un système basé sur le développement technologique pour améliorer l'efficacité opérationnelle des banques ;
 - les décisions de la BCJ sont basées sur les outils directs et indirects de la politique monétaire

5.2 Les réformes du marché des capitaux

Au début de la réforme, la bourse des valeurs mobilières était entièrement dominée par les banques, qui étaient majoritaires sur le marché financier. Les opérations boursières étaient sous réserve d'approbation de l'État, ce qui a engendré des décisions lentes et des informations de moins de qualité et parfois des émissions de titres limitées et des coûts administratifs croissants. Cette situation, a continué à exister, jusqu'en 1997, la date de promulgation de la loi des valeurs mobilières.

¹ - Ibid.

² - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

En mars 2000, un système de cotation électronique a été installé, et un réseau d'information interne a été mis en place afin de faciliter l'accès aux intermédiaires en bourse d'accéder aux informations en temps réel. Cette restructuration a contribué à motiver « BVM », qui occupe pendant cette période la deuxième place après la bourse du Koweït, avec un taux de capitalisation boursière de « 10,860 milliards de dollars », ce qui représente presque « 117% du PIB ».

Généralement, on distingue trois phases d'évolution au niveau du système financier, de l'économie jordanienne:

- 1^{er} période (1990-2000) : cette période a été caractérisée par ¹:
 - Une augmentation progressive des flux de capitaux (encouragée par les nouvelles orientations et la tendance vers la libéralisation) ;
 - Un accroissement au niveau des IDE influencé par les politiques économiques qui visent à encourager et attirer les investissements étrangers ;
 - L'indice de développement financier était égal à 0.52 ;
- 2^{ème} période (2001-2010) : cette période a été caractérisée par ²:
 - La région de MINA a connu une période d'instabilité politique, ce qui a influencé négativement le volume des IDE ;
 - L'indice de développement financier était égal à 0.52 ;
- 3^{ème} période (après 2010: Malgré les efforts qui visent à améliorer le compte du capital et les IDE, ces derniers ont été influencés par les conflits régionaux. Cependant, l'économie jordanienne continue à attirer les flux de capitaux et principalement les IDE Malgré les difficultés. En ce qui concerne le niveau du développement du système financier, ce dernier a connu une baisse relativement significative.

6 Le Système bancaire et financier Egyptien

6.1 Les réformes du système bancaire en Egypte

Le secteur financier Egyptien englobe le secteur bancaire et le secteur financier non bancaire, qui comporte le secteur des assurances, les prêts hypothécaires, le marché financier et les services financiers tels que le crédit-bail et le capital-risque . Les institutions de Micro-

¹ - Perspectives économiques régionales, FMI, 2005-2015.

² - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

finance sont totalement intégrées dans ce secteur. Ainsi, ce secteur joue un rôle important dans le développement et le soutien de l'économie Egyptienne, et surtout le développement du secteur privé. À la fin de juin 2005, la valeur totale des actifs du secteur financier était évaluée à presque « 960 milliards de livres égyptiennes », cette valeur représente environ « 18% du PIB »¹.

En ce qui concerne le taux de croissance annuel composé des actifs du système financier, ce dernier a augmenté environ « 14,6% » pendant la période « 2001-2005 »,² dominant fortement le taux de croissance annuel du PIB. Pendant la première décennie de ce siècle, l'apport moyen du secteur financier en pourcentage de PIB a été de « 5 à 6% ». Ce secteur a globalement bénéficié des nouvelles politiques économiques lancées par le gouvernement égyptien, et des politiques de libéralisation appliquées depuis le début des années quatre-vingt-dix, ce qui a amélioré de façon significative les capacités institutionnelles et organisationnelle du système financier.

Concernant le régime de change, la phase de libéralisation du taux de change a commencé avec le lancement du Programme d'ajustement structurel « PAS » en mai 1991³, pendant cette période, le taux de change par rapport au dollar a glissé de « 2 livres égyptiennes à 3,332 livres égyptiennes = 1\$). Ce taux a été stabilisé pendant presque 10 ans.

Pendant cette période, la stabilisation a été soutenue par la libéralisation des taux d'intérêt sur la monnaie locale « libéralisation des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs en 1991 » simultanément à la libéralisation du taux de change. Le grand écart positif entre le taux d'intérêt de la monnaie locale par rapport aux autres devises étrangères a motivé les résidents à changer leur épargne en devises étrangères en monnaie locale, ce qui a progressé l'entrée des flux de capitaux étrangers. En pratique, la libéralisation du taux de change liée à la libéralisation financière, cherche à décourager les agents locaux de s'endetter à l'étranger parce que la monnaie étrangère devient plus coûteuse. Cela limite ainsi l'augmentation non souhaitée des taux d'intérêt, puisque les entrées de flux des capitaux augmentent l'offre monétaire en économie, ce qui génère une inflation. Cette inflation réduit le niveau des taux d'intérêt réels, ce qui peut conduire à une nouvelle hausse des taux d'intérêt nominaux pour les rendre positifs.

¹ - Rapport de la banque africaine de développement, juin 2006, p13.

² - Ibid.

³ - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

En ce qui concerne la politique monétaire, son évolution a commencé par l'émission de bons du Trésor à « 3 et 6 mois entre 1991 et 1995 », en vue d'absorber l'excès de liquidité sur le marché interne, et par la suite favoriser la diminution des taux nominaux. À la fin de 1995, la Banque centrale Egyptienne a lancé l'utilisation d'autres instruments tels que¹ :

- l'approbation accordée aux banques d'ouvrir des comptes à terme, rémunérés en monnaie locale ;
- l'approbation des opérations de type « mise en pension sur le marché monétaire ».

À partir de 2003, la politique monétaire a été totalement modifiée². Une loi a été publiée pour modifier le cadre institutionnel et opérationnel de la politique monétaire, en ciblant la stabilité des prix et en consolidant l'autonomie de la banque centrale. L'autorité monétaire a également engagé une mutation graduelle vers un régime de ciblage de l'inflation, et cela par l'utilisation de nouveaux instruments monétaires afin de déterminer un taux cible. En 2009, la banque centrale Egyptienne a introduit son « indice d'inflation sous-jacente », dérivé de l'indice des prix à la consommation non corrigé « IPC »³.

En ce qui concerne l'encadrement du crédit il était moins efficace dans toute la région. La Banque centrale Egyptienne, en tant que responsable de la stabilité de la sphère monétaire, a lâché l'intervention directe précédemment appliquée⁴:

- La détermination du crédit bancaire ;
- la détermination directe des taux d'intérêt sur les dépôts et les crédits.

En conséquence, la BCE a adopté des outils indirects dans sa politique monétaire. Le gouvernement n'est plus autorisé à monétiser son déficit budgétaire⁵

En Egypte Le secteur financier est dominé par le secteur bancaire, et représente plus de « 84% de tous les avoirs du secteur ». La significativité du secteur bancaire dans le financement des investissements a augmenté en 2005, où le niveau total du crédit intérieur était de « 466 milliards Livre Egyptienne »⁶, soit l'équivalent de « 87% du PIB », tandis que

¹ - Ibid.

² - MOULEY Sami, Le rôle des politiques monétaires et la convergence macroéconomique sur le développement des systèmes financiers dans les pays du sud de la Méditerranée, MEDPRO N°. 12/Avril 2012 p08.

³ - Ibid.

⁴ - Ibid.

⁵ - rapport annuel, BCE, 2002/2003.

⁶ - rapport d'évaluation, Banque africaine de développement, 2012.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

la valeur des actions achetées en bourse ne représente que 14 milliards LE, dont environ 80% représentées « obligations d'Etat ». Selon les statistiques de FMI, en 2018 le taux de bancarisation a été évalué à 30%¹.

Tableau N°20: Récapitulatif de l'évolution du système bancaire et la politique monétaire en Egypte durant la période (1990-2017).

| La période | Les réformes | Type d'instrument | Objectifs |
|------------|---|--|---|
| 1990-1999 | <ul style="list-style-type: none"> - Libéralisation de taux d'intérêt ; - lutter contre l'inflation ; - contrôle de liquidité M2. - première dévaluation (1991). | - instruments indirects de la politique monétaire | <ul style="list-style-type: none"> - stabilité des prix ; - stimuler la croissance ; - stabiliser le taux de change |
| 2000-2011 | <ul style="list-style-type: none"> - libéralisation du taux de change ; - la consolidation du système bancaire ; - la privatisation des banques étatiques ; - amélioration du marché des changes ; - la mise en œuvre d'un système de lutte contre le blanchiment d'argent ; - deuxième dévaluation (2003) ; - régime de change flottant | <ul style="list-style-type: none"> - taux directeur ; - réserves obligatoires | <ul style="list-style-type: none"> - stabilité des prix ; - stimuler la croissance ; - stabiliser le taux de change ; - lutter contre les chocs externes. |
| 2012-2017 | <ul style="list-style-type: none"> - Deuxième libéralisation des marchés de changes ; - dévaluations de la monnaie nationale - troisième dévaluation (2016) ; - régime de change flottant | <ul style="list-style-type: none"> - taux directeur ; - réserves obligatoires. | <ul style="list-style-type: none"> - stabilité des prix ; - stimuler la croissance ; - stabiliser le taux de change. |

Source : établi par nous-mêmes à partir de plusieurs rapports de la banque centrale BCE.

6.2 Les réformes du marché des capitaux

La Loi « n° 95 de 1992 » sur le marché financier a été adoptée pour instaurer le cadre réglementaire du marché financier. Cette loi a installée l'Autorité du marché financier

¹ - SAÏDANE Dhafer, JEDLANE Nabil, et all , le secteur bancaire et financier, égyptien post-printemps arabe : les bénéfices des réformes, Revue D'économie Financière, 2019/4 N°136, p 168.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

égyptien « CMA », une institution autonome chargée de la régulation et de l'organisation. Elle a même unifié les bourses du « Caire et d'Alexandrie » pour former un seul marché financier. En plus d'ouvrir l'Egypte aux sociétés étrangères, cette loi a offert des services financiers sans frais.

La « CMA » possède l'autorité de contrôle sur les agents du marché. Depuis l'adoption de la loi « 95/1992 », le marché financier a vu une évolution significative après avoir été en situation du déclin quelques décennies plus tôt. Par la suite, une nouvelle équipe administrative a été installée, l'institution concernée a été réorganisée afin d'exercer efficacement sa mission de régulateur du marché financier.

La Bourse, du Caire et d'Alexandrie « CASE » poursuit l'amélioration de son infrastructure, ainsi que sa performance et sa réglementation. En 2005, le marché boursier a connu une augmentation importante. Le nombre et la valeur des actions ont considérablement augmenté, avec une portion « cours/bénéfice » passant de « 8,74 en 2001 » à « 21,99 en 2005 ». ¹ En conséquence, le marché financier égyptien devient plus cher par rapport aux autres marchés émergents tels que « le Brésil et l'Argentine », mais moins cher par rapport aux autres marchés concurrents de la région de « MINA ».

Le marché des actions Egyptien est extrêmement concentré, sachant que les 10 premières entreprises cotées représentent « 47,33% » de la capitalisation boursière et les 50 premières sociétés représentent « 63,70% » ². La section de la dette du marché financier est caractérisée par une capitalisation boursière de « 52 milliards de livres égyptiennes », soit environ « 10% du PIB ». Ainsi, Il existe trois sources de demande d'actions sur le marché égyptien ³ :

- les investisseurs individuels ;
- les investisseurs institutionnels ;
- les investisseurs étrangers.

La part du marché détenue par les actionnaires étrangers augmente de façon continue depuis l'intégration de marché Egyptien dans l'indice de « MSCI ». Les investissements directs étrangers « IDE » ont diminué suite à la crise financière internationale, enregistrant

¹ - SAÏDANE Dhafer, JEDLANE Nabil, et all, op-cit, p 136.

² - Ibid.

³ - Ibid

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

presque 6,8 milliards de dollars au cours de la période « 2009/2010 ». Similairement à cette situation, les flux « nets d'IDE » ont connu les mêmes tendances durant cette période. Ils ont progressé fortement pendant la période « 2004- 2007 » avant de diminuer par la suite pour atteindre un niveau de 3.7 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2009-2010¹.

Tableau N°21 : Récapitulatif de l'évolution du système financier en Egypte durant la période (1990-2017).

| Période | Décisions | Volatilité | Niveau du développement |
|------------|---|--|---|
| 1990- 1999 | <ul style="list-style-type: none"> - L'ouverture progressive du système financier ; - libéralisation du marché de capitaux ; - limitation des restrictions sur les IDE ; - la privatisation des entreprises publiques | <ul style="list-style-type: none"> - la volatilité des IDE égale à 303 Millions \$; - la volatilité de TCR égale à 14,33; - la volatilité des TIR égale à 3.9 % ; | - L'indice de développement financier égal à 0.22 |
| 2000-2011 | <ul style="list-style-type: none"> - renforcement des capacités de l'autorité des marchés de capitaux ; - l'augmentation progressive du taux de capitalisation en% de PIB à 62 % ; - libéralisation de marche de change. | <ul style="list-style-type: none"> - la volatilité des IDE égale à 4132 Millions \$; - la volatilité de TCR égale à 16,72; - la volatilité des TIR égale à 4,067 % ; | - L'indice de développement financier égal à 0.35 |
| 2012-2017 | <ul style="list-style-type: none"> -l'encouragement de marché financier ; - modernisation du système fiscale et budgétaire ; - dévaluation de la monnaie locale. | <ul style="list-style-type: none"> - la volatilité des IDE égale à 1408 Millions \$; - la volatilité de TCR égale à 15,33; - la volatilité des TIR égale à 4,37 % ; | - L'indice de développement financier égal à 0.28 |

Source : établi par nous-mêmes à partir de plusieurs rapports de la banque centrale BCE

¹ - MOULEY Sami, op-cit, P 07-09.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

7. Le Système bancaire et financier du Liban

7.1 Les réformes du système bancaire au Liban

Au Liban, depuis le début des années 1990, les autorités monétaires ont lancé des restructurations du secteur bancaire et financier en vue de ¹:

- Diminuer l'intervention de l'État sur le marché financier ;
- encourager les institutions financières à mobiliser l'épargne intérieure ;
- favoriser l'innovation financière et la diversification des instruments financiers ;
- stimuler la concurrence entre les banques et renforcer le rôle du marché dans l'allocation des ressources financières.

L'objectif de ces réformes est d'adapter la structure du système financier libanais aux besoins de l'économie Libanaise. Ce système financier est principalement composé d'une banque centrale, et de plusieurs banques de deuxième catégorie, et d'une bourse faiblement développée. Selon les rapports de FMI, il existe des pratiques financières informelles dans l'économie Libanaise, et malgré l'absence des études spécialisées sur ce phénomène, le FMI suppose que la part du secteur financier informel est importante au Liban.

Concernant les conditions de réserves imposées aux banques de second rang libanaises, elles doivent accumuler des réserves obligatoires avec un taux de 15 % pour les dépôts à terme en monnaie locale et de 25 % pour les dépôts à vue en livres auprès de la Banque centrale du Liban.

Avant 2001, les banques étaient obligées de déposer 25% de leurs engagements en devises, mais ce taux a été réduit à 15 %. En 2002, la Banque centrale du Liban a réduit pour la deuxième fois le taux de réserves sur les dépôts en devises à 10 % ².

Ainsi, une nouvelle politique monétaire a été lancée à la fin de l'année 1992. Son but principal est de généraliser l'utilisation du dollar dans l'économie libanaise, et de considérer la livre libanaise comme une simple monnaie de compte. À partir de cette date, le taux de change de la monnaie locale par rapport au dollar est administré par la Banque centrale, qui soutient une parité très réduite « 0,33 % ». Cependant, la diminution rapide de l'inflation et

¹ - Ipid, p 12.

² - Ipid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

l'afflux de capitaux ont poussé la Banque centrale et le ministère des Finances à maintenir des taux d'intérêt exceptionnellement élevés, notamment sur la monnaie locale.

Par conséquent, ces taux d'intérêt ont varié entre 18% et 42% pendant la période « 1992-1998 »¹, ensuite entre 9 et 14% après que le gouvernement ait cessé les pratiques de ce taux d'intérêt exceptionnel, sachant que ce taux d'intérêt a influencé négativement l'endettement du Trésor et des entreprises privées. Ainsi, Les taux d'intérêt sur les avoirs en dollars ont augmentés à des niveaux extrêmement hauts par rapport aux taux d'intérêt appliqué sur les grands marchés financiers internationaux « l'écart de taux atteint plus de 6% ».

En 1995, les banques commerciales libanaises ont été obligées de respecter les critères internationaux de fonds propres « fixées à 8% ». En septembre 1999, la Banque centrale du Liban a demandé aux banques de second rang d'augmenter le ratio de « fonds propres », jusqu'à 10% à la fin 2000 et 12% fin 2001². Par ailleurs, en décembre 2002, la Banque centrale du Liban a supprimé les intérêts sur les montants qui dépassent 13% des réserves obligatoires, en vue d'encourager les banques à investir leurs fonds dans l'économie réelle.

En tant que régulateur des activités bancaires et monétaires, la Banque Centrale du Liban a utilisé cette démarche pour superviser la liquidité dans une économie qui est caractérisée par un taux de dollarisation très élevé au niveau de « dépôts, crédits, paiements ». Généralement le secteur bancaire libanais se caractérise par³:

- 68 banques, dont 46 domestiques, 14 étrangères et 8 banques spécialisées ;
- Ouverture significative vers l'étranger ;

Actuellement, le Liban vit une crise sans précédent touchant tous les secteurs plus particulièrement le secteur bancaire, considéré comme la colonne vertébrale de l'économie libanaise. Compte 50 établissements et de plus de 900 agences, le secteur était, jusqu'en octobre 2019, le secteur le plus performant du Liban.

¹ - Rapport de BCL, 2000.

² - Rapport de BCL, 2003.

³ - BEJI Samouel, Le développement financier pour les pays du sud de la Méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière, thèse de doctorat en sciences économiques, L'UNIVERSITÉ PARIS XIII, 2009, p311.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Tableau N°22 : Récapitulatif de l'évolution du système bancaire et la politique monétaire au Liban durant la période (1990-2017).

| La période | Situation monétaire | Type d'instrument | Objectifs |
|-------------------|--|--|---|
| 1990 - 1999 | <ul style="list-style-type: none"> - libéralisation du taux d'intérêt ; - une économie Dollarisée ; - déficit budgétaire ; - le taux de liquidité a été influencé par les PSE ; - une politique de change basé sur le régime de change fixe ; - le taux CSP=66%. | <ul style="list-style-type: none"> - réserves obligatoire en devise et en monnaie locale ; - l'écart entre le taux d'intérêt des dépôts en USD et le taux des marchés internationaux ; - l'écart entre les dépôts en monnaie locale et autres devises ; | <ul style="list-style-type: none"> - réduction de l'inflation ; - stabilité du taux de change |
| 2000 - 2011 | <ul style="list-style-type: none"> - la volatilité du taux de liquidité (217%) ; - le taux CSP=46% ; - l'accroissement du taux de dollarisation ; - ratio de M1/M2 =4,5 % ; - régime du change fixe ; - stabilité du système bancaire. | <ul style="list-style-type: none"> - réserves obligatoire en devise et en monnaie locale ; - les bons de trésor (pour absorber la liquidité) ; - l'émission des certificats de dépôts ; | <ul style="list-style-type: none"> - stabilité économique et budgétaire ; - stabilité du taux de change |
| 2012 - 2017 | <ul style="list-style-type: none"> - stabilité du système bancaire ; - taux de liquidité relativement élevé ; - régime du change fixe ; - l'accroissement du taux de dollarisation. - secteur bancaire développé. | <ul style="list-style-type: none"> - réserves obligatoire en devise et en monnaie locale ; - l'écart entre les dépôts en monnaie locale et autres devises - les bons de trésor | <ul style="list-style-type: none"> - stabilité du taux de change ; |

Source : établi par nous-mêmes à partir de plusieurs rapports de la banque centrale BCL

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

7.2 La réforme du marché des capitaux

Le but principal de la modernisation des marchés des capitaux est d'affecter les ressources financières essentielles à la reconstruction de l'économie libanaise. Les marchés des capitaux libanais se caractérisent par deux dimensions distinctes ¹:

- Une dimension interne, axée sur l'intermédiation financière et l'investissement de l'épargne pour financer la reconstruction ;
- une dimension régionale, liée aux besoins de financement des projets d'infrastructure au Moyen-Orient et en Afrique du Nord

Ainsi, le marché financier doit contribuer au financement des entreprises libanaises. Cependant, le taux de capitalisation boursière représente en moyenne « 19% du PIB »², soit 2,938 milliards de dollars. Donc, on peut considérer ce marché comme un des marchés financiers « de petite taille ».

En 2013, le Liban a adopté une loi sur le secret bancaire afin d'améliorer la performance du secteur financier, et renforcer la confiance de la clientèle. Par la suite les autorités financières ont lancé une opération de développement technologique (la technologie financière) avec l'apparition de « Fintech ». Ces décisions ont été suivies par des réformes juridiques afin d'attirer l'investissement étranger et pour encourager l'innovation financière.

Selon le rapport annuel du FMI « 2021 », le secteur financier libanais est considéré parmi les meilleurs au niveau du développement.

L'analyse de l'organisation du système financier nous permet de constater que sa structure a un caractère uniforme qui se manifeste dans la prédominance des banques commerciales sur les marchés des capitaux. En fait, la capitalisation boursière représente en moyenne, entre 1996 et 2000, 13% de leurs dépôts bancaires. En outre, selon Ayoub (2002)³, l'analyse de la répartition des crédits bancaires au Liban montre que le comportement des banques commerciales, en matière d'affectation des ressources, présente une triple distorsion. Elles privilégient le secteur public au détriment du secteur privé, et les grandes entreprises par rapport aux petites, et enfin les activités commerciales par rapport aux activités agricoles et industrielle.

¹ - SAÏDI N, La renaissance des marchés financiers au Liban, Le commerce du Levant, n°5347, 1er décembre, 1994, pp.12-20.

² - Ibid.

³ - Hassan AYOUB, HACHEM Boutheina, La structure du système financier est-elle adaptée aux besoins des entreprises au Liban?, 2006.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Section 2 : Comportement des variables de la libéralisation financière et de la politique monétaire durant la période (1998-2017)

Dans cette Section, on va traiter le comportement des indicateurs de la libéralisation financière et son impact sur l'efficacité de la politique monétaire pendant la période « 1998-2017 ». Afin de déterminer, le type et la qualité de la relation entre ces indicateurs économiques nous avons utilisé la méthode statistique « Analyse En composante principale normée ». Pour plus de crédibilité, nous allons utiliser le logiciel de statistique nommé XL-STAT version 2010 « un tableur développé par Microsoft, pour effectuer des analyses statistiques tel que : l'analyse des données, des tableaux croisés dynamiques, des graphiques et la modélisation ».

1 Présentation de la méthode ACP

1.1 définition

L'analyse en composante principale « ACP » est une méthode d'analyse statistique principalement descriptive. Elle vise à représenter sous forme graphique et sur un plan factoriel, le plus possible d'information incluse dans une table de données multivariées « Multidimensionnelles ».

L'ACP synthétise ces informations initiales en prenant en considération de nouvelles variables, appelées composantes principales. Autrement dit, l'ACP réduit les dimensions d'une série statistique multivariées en deux ou trois composantes principales, qui peuvent être visualisées graphiquement en perdant le moins possible d'information .

1.2 Variables d'étude

En vue de réaliser cette étude, nous avons choisi quatre variables liées à la politique monétaire et d'autre part, quatre variables liées à la libéralisation financière, pendant la période (1998-2017).

1.2.1 Variables de libéralisation financière

A- Crédits accordés au secteur privé « CSP/PIB » : Cette portion représente la contribution du système bancaire au financement du secteur privé.

B- Taux d'intérêt réel « TIR » : Selon les travaux de McKinnon et Show « 1973 », il existe un lien positif entre la libéralisation des taux d'intérêt et les ressources

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

bancaires. Ainsi la libéralisation financière avait comme objectif de libérer les taux d'intérêt et de développer les marchés des capitaux pour plus d'efficacité dans la répartition des crédits par « une meilleure rémunération des dépôts bancaires ». ¹

C- liquidité de l'économie « M2/PIB » : M2 représente un Agrégat intermédiaire associé à une définition plus large de la masse monétaire « composé de la monnaie au sens stricte + des engagements comme dépôts à terme et dépôt d'épargne », cette portion explique le niveau d'intermédiation financière. Autrement dit, des ressources injectées dans l'économie, ce taux traduit le niveau du développement du système financier « qui permet aux individus de détenir moins de monnaie liquide ».

D- Investissements Direct Étranger « IDE » : L'accroissement des IDE dans une économie peut être expliquée comme indice de confiance des investisseurs étrangers dans les politiques économiques du pays concerné. Ensuite, il est essentiel de citer que les flux d'IDE peuvent être affectés par plusieurs facteurs tels que, le taux de change, et le taux d'intérêt ...

1.2.2 Variables de la Politique Monétaire.

Les variables de la politique monétaire que nous avons utilisées pour réaliser notre étude sont les suivantes :

A- Le taux d'inflation « INF » : étant donné que l'inflation est l'objectif final d'une politique monétaire, nous avons retenu cette variable pour déterminer l'efficacité et l'efficacité de la politique monétaire.

B- Le taux de croissance « PIB% » : les modèles de croissances endogènes ont permis de montrer le rôle de la politique monétaire dans le processus de la croissance économique. selon la littérature économique, la nature de la politique monétaire est un facteur important pour estimer le degré de la croissance économique.

C- Le Chômage « CH » : Selon « Masson 1997 », à court terme l'inflation n'est pas neutre. Elle peut influencer les variables réelles tels que le « revenu et l'emploi ». Toutefois, la profondeur de ces impacts ainsi que leur nature sont largement sous-estimés « Le mécanisme par lequel ils influencent les variables réelles ainsi que le temps de transition sont loin d'être parfaitement contrôlés.

¹ - TURUNC Garip , développement du secteur financier et croissance : le cas des pays Emergents méditerranéens », Revue région et développement, N10, 1999, P113.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

D- l'équilibre extérieur (BP) : La balance des paiements est un document comptable qui décrit les transferts de devises à l'étranger et le rapatriement de devises en faveur du pays. Ainsi, ce document renseigne sur la position de l'économie nationale au sein de l'économie mondiale. La différence entre ces deux valeurs « transferts et rapatriement » ou solde de la balance exerce un impact sur la détermination du taux de change de la monnaie locale. En cas d'excédent structurel, la monnaie locale est « réévaluée ». Par contre en cas de déficit structurel, la monnaie nationale est « dévaluée », dans le but de réaliser un retour à « l'équilibre de la balance des paiements ».

1.3 Résultats de l'étude en ACP entre les variables monétaires et financières dans les pays de l'échantillon

1.3.1 L'économie Algérienne

Après le traitement des données qui se présentent dans « l'Annexe N°1 tableau N°1 », et avec l'utilisation du logiciel Excel-stat, nous avons obtenu les résultats suivants :

A- Matrice de Corrélation : cette matrice « voir l'annexe 1, tableau 2 », nous a permis d'observer les liens significatifs entre variables « positivement ou négativement corrélés », et le degré de cette corrélation « faible, moyenne, forte, très forte ». le tableau suivant nous donne le résultat de cette matrice.

Tableau N°23 : Type des relations entre les indicateurs monétaires et financiers en Algérie

| Corrélation négative | | | Corrélation positive | | |
|----------------------|------------|---------|----------------------|-------|----------------|
| modérée | forte | T-forte | modérée | forte | T-forte |
| BP-TIR | CH-M2/PIB | | INF-M2/PIB | | CSP/PIB-M2/PIB |
| BP- CSP/PIB | CH-CSP/PIB | | INF-CSP/PIB | | |
| PIB-IDE | CH/IDE | | PIB-CH | | |
| INF-CH | | | | | |

Source: établi par nous-mêmes à partir des résultats de l'Excel-stat.

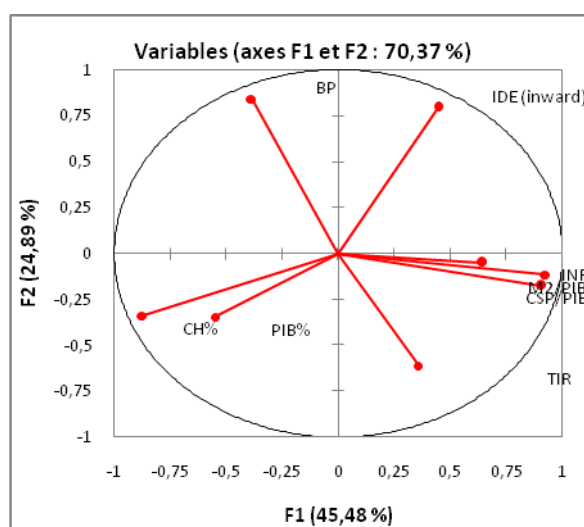
Nous avons remarqué une forte relation négative d'une part entre le taux de chômage et les crédits aux secteurs privés et d'autre part entre le taux de chômage et les investissements directs étrangers. Donc cela signifie que l'augmentation des « IDE » et

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

« CSP/PIB » a diminué le taux de chômage « même remarque par rapport à la relation entre M2/PIB et le taux de chômage ». En revanche nous avons remarqué une relation négative modérée d'une part entre les variables suivantes « INF ; CH ; TRI » et d'autre part entre « BP, CSP/PIB ; BP ; IDE ; PIB ». Ainsi, il existe une corrélation modérée positive entre les variables suivantes « INF ; M2/PIB ; INF » en premier lieu et « CSP/PIB ; PIB ; CH » en deuxième lieu. Par contre, nous avons remarqué une forte relation positive entre les crédits accordés aux secteurs privés et le taux de liquidité.

B- Représentation graphique des variables : En représentant graphiquement les variables monétaires et financières par un cercle des corrélations, en utilisant les valeurs propres et les vecteurs propres « voir l'annexe N°1, Tableau N°3 et 4 ». le choix du nombre d'axe à interpréter se fait sur la base de la règle de Kaiser.¹

Figure N°21 : La relation entre variables monétaires et financières en Algérie



Source : Excel-stat

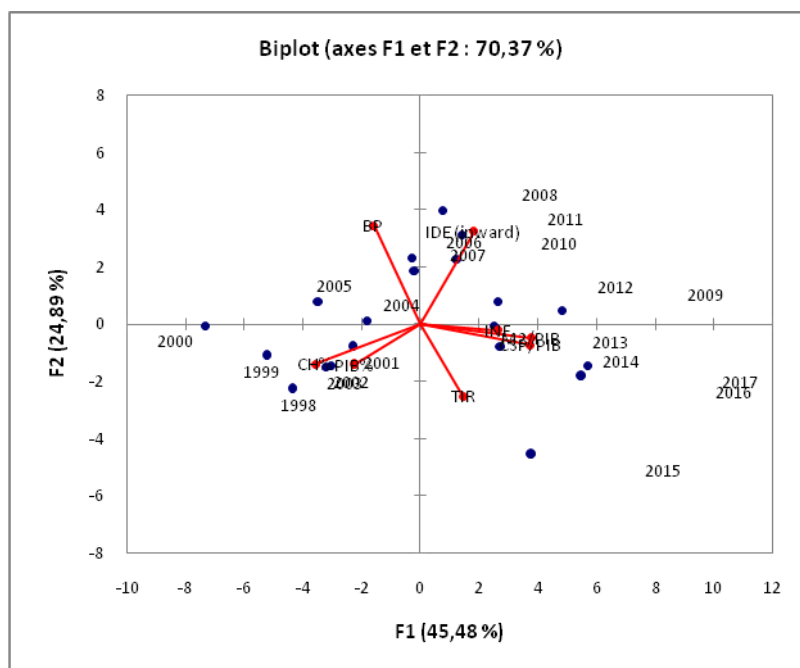
Le cercle de corrélation nous a permis également de présenter clairement les variables, qui ressortent les plus proches du cercle se sont des variables bien représentées, et à partir de cette figure, nous constatons que les variables proches les unes des autres sont des variables fortement corrélées, c'est le cas de « taux de liquidité et les crédits accordés aux privés ». Ainsi, selon le résultat de cette figure, on doit ignorer tout commentaire par rapport à l'inflation et le taux de croissance, Parce qu'ils se trouvent loin du cercle.

C- Représentation graphique observations « Années » et variables. On représente graphiquement les observations par un nuage de points, ce qui nous donne le résultat suivant :

¹ - la règle de *kaiser* elle consiste à retenir les axes pour les quels les valeurs propres sont supérieures à 1.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Figure N°22 : le comportement des variables pendant la période (1998-2017) en Algérie



Source : Excel-stat

Selon la figure N°22, on peut distinguer trois nuages de points « trois groupes d'observations ».selon celle-ci, l'interprétation de ces résultats est comme suit :

- **Premier groupe** : ce groupe inclut les années « 1998 jusqu'à 2003 », au cours de cette période, la balance des paiements algérienne était déficitaire et le taux de chômage est considéré « trop élevé ». par contre, durant cette période le taux de liquidité a baissé et ainsi les crédits accordés aux secteurs privés, et même les IDE étaient également faibles.
- **Deuxième groupe** : ce groupe englobe les années « 2006 jusqu'à 2011 », au cours de cette période la balance des paiements algérienne était excédentaire. Ainsi, un taux de chômage proche de 10%. concernant les indicateurs financiers, nous avons remarqué un accroissement des investissements étrangers « 'IDE » et un taux d'intérêt réel « TIR » faible et parfois négatif. Ainsi, nous avons enregistré une valeur modérée pour les autres indicateurs financiers notamment « le taux de liquidité, et les crédits accordés aux secteurs privés ».
- **Troisième groupe** : ce groupe d'observations inclut les années « 2012 jusqu'à, 2017 » cette période a été caractérisée par une balance des paiements déficitaire et un taux de chômage faible. concernant les indicateurs financiers, durant cette période, nous

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

avons constaté une augmentation du taux d'intérêt réel et des montants d'investissements directs étrangers modérés. Cependant, le taux de liquidité et les crédits accordés aux secteurs privés ont enregistré une hausse pendant cette période.

1.3.2 L'économie Tunisienne

Après le traitement des données qui se présentent dans « Annexe 2 tableau N°1 », et après l'utilisation du logiciel Excel-stat, nous avons obtenu les résultats suivants :

A- Matrice de Corrélation : cette matrice « voir l'annexe 2 ; tableau 2 », nous a permis d'examiner les liens et la significativité des variables « positivement ou négativement corrélés), et même le degré de cette corrélation « faible, moyenne, forte, très forte ». le tableau suivant, nous donne le résultat de cette matrice.

Tableau N°24 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier en Tunisie.

| Corrélation négative | | | Corrélation positive | | |
|----------------------|-------------|-------------|----------------------|-------------|-----------------|
| modérée | forte | T-forte | modérée | forte | T-forte |
| TIR-BP | M2/PIB-PIB | INF-TIR | M2/PIB-BP | M2/PIB-INF | CSP/PIB- M2/PIB |
| IDE- CH | CSP/PIB-PIB | TIR- M2/PIB | CSP/PIB-BP | CSP/PIB-INF | |
| CH-PIB | TIR-CSP/PIB | | CSP/PIB-CH | | |
| | | | IDE-INF | | |

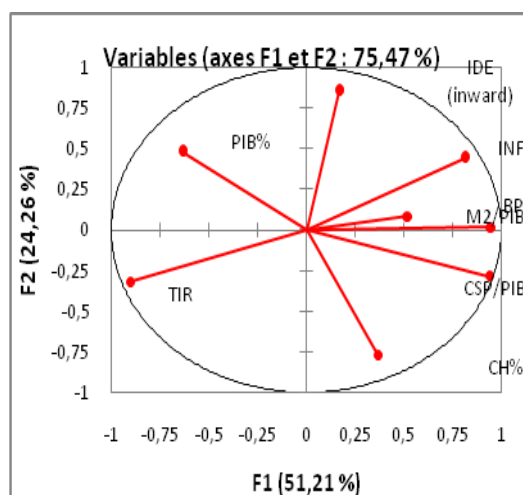
Source: établi par nous-mêmes à partir des résultats de l'Excel-stat.

Dans ce tableau, nous avons constaté deux types de lien « corrélations positives et négatives ». Par exemple, le taux d'intérêt réel « TIR » est corrélé négativement avec toutes ces variables « l'inflation, le taux de liquidité et même avec la balance des paiements et les crédits accordés aux secteurs privés ». En revanche, l'inflation est positivement corrélée avec « le taux de liquidité et les crédits accordés aux secteurs privés ». Concernant le taux de croissance « PIB » nous avons remarqué une absence totale de corrélation avec l'ensemble de ces variables, à l'exception de « taux de chômage et le taux de liquidité ».

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

B- Représentation graphique des variables : En représentant graphiquement les variables monétaires et financière par un cercle des corrélations, en utilisant les valeurs propres et les vecteurs propres « voir l'annexe N°2, Tableau N°3 et 4 ».

Figure N°23 : La relation entre variables monétaires et financières en Tunisie.



Source : Excel-stat

On utilise souvent le cercle de corrélation pour avoir une vision synthétique du lien entre les variables. Selon la Figure N°23, la balance des paiements « BP » est mal représentée sur le plan factoriel, à cause de sa position par rapport au cercle. Par contre, les autres variables sont bien représentées sur l'axe « F1 et F2 », et le choix du nombre d'axes à interpréter se fait toujours sur la base de la règle de Kaiser.

Selon ce graphique, nous avons constaté une corrélation positive d'une part entre « l'axe F1 » et d'autre part « CSP/PIB, M2/PIB, INF ». En revanche, il existe une corrélation négative entre « l'axe F1 et TIR, PIB% »¹. Concernant le taux de chômage et les investissements directs étrangers, nous avons constaté que ces variables sont bien corrélées avec l'axe F2.² Ainsi, la relation entre les variables monétaires et financières était négative entre « l'inflation et le taux d'intérêt réel », et positive entre « le taux de liquidité et les crédits accordés aux secteurs privés ». D'autre part, il existe une corrélation positive entre « le taux de croissance et le taux d'intérêt réel » et négative entre « les crédits aux secteurs privés et le taux de liquidité ».

¹ - voir l'annexe N° 2 , tableau 5.

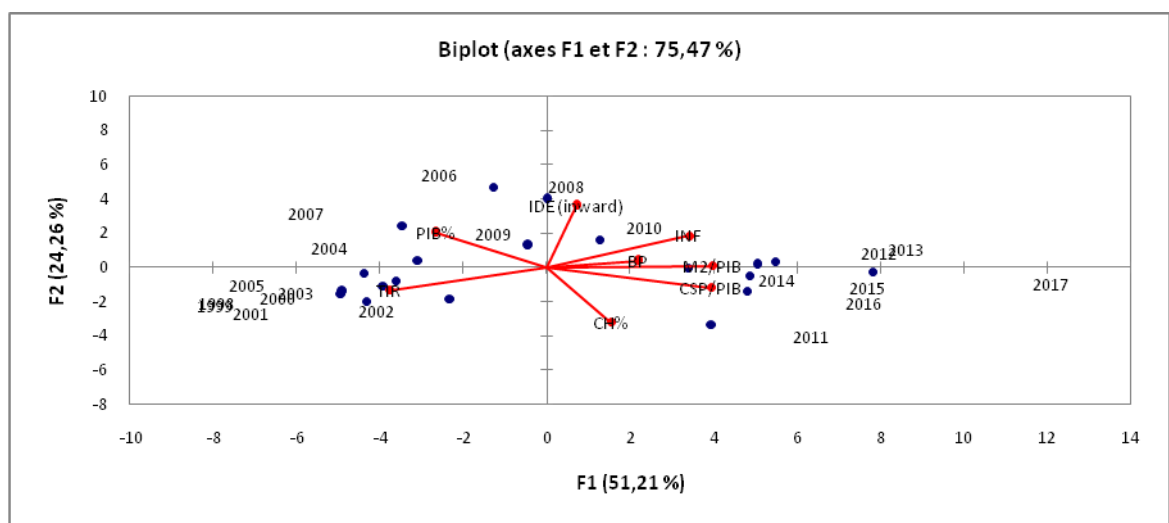
² - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

En ce qui concerne le chômage, on peut affirmer que cette variable est négativement corrélée avec le taux d'intérêt réel, et positivement corrélée avec les crédits accordés aux secteurs privés.

C- Représentation graphique des observations(Années) et variables : On représente graphiquement les observations par un nuage de points, pour bien visualiser la répartition des individus sur le plan factoriel.

Figure N°24 : Comportement des variables pendant la période « 1998-2017 » en Tunisie



Source : Excel-stat

Selon la figure N°24 on peut distinguer trois nuages de points, « trois groupes d'observations », et voici quelques interprétations de ces résultats:

- **Premier groupe :** ce groupe inclut les années « 1998 jusqu'à 2005 », durant cette période, nous avons remarqué une augmentation du taux d'intérêt réel dans l'économie tunisienne. Ainsi, dans la même période, l'économie tunisienne a connu des évolutions positives au niveau de la croissance et négatives en ce qui concerne le taux de chômage et les investissements directs étrangers. Cependant, dans la même période l'économie tunisienne a été caractérisée par un taux d'inflation très faible et également une faible valeur concernant « les crédits accordés aux secteurs privés, et le taux de liquidité ».
- **Deuxième groupe :** ce groupe englobe les individus de « 2006 jusqu'à 2010 », cette période a été caractérisée par un taux de chômage faible, et une amélioration au niveau

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

des investissements directs étrangers. Ainsi, durant cette période, l'économie tunisienne a été caractérisée par un taux d'inflation modéré. Concernant le taux de liquidité et les crédits accordés aux secteurs privés, ces valeurs étaient proches de la moyenne.

- **Troisième groupe :** ce groupe d'observations inclut les années « 2011 jusqu'à 2017 » cette période a été caractérisée d'une part par « un taux de chômage et d'inflation élevés », et d'autre part par « un taux de croissance faible ». concernant les indicateurs financiers, ce groupe d'individus est caractérisé par un taux d'intérêt réel relativement faible, parfois négatif, et des montants d'investissements directs étrangers relativement faibles. par contre, le taux de liquidité et les crédits accordés aux secteurs privés, ont enregistré une hausse durant cette période.

1.3.3 L'économie Marocaine

Après le traitement des données qui se présentent dans (l'Annexe 3 tableau N°1), nous avons obtenu les résultats suivants :

- A- Matrice de Corrélation :** cette matrice « voir l'annexe 3, tableau 2 », nous a permis de détecter d'une part les liens les plus significatifs entre les variables, qu'ils soient « positivement ou négativement corrélés), et d'autre part le degré de cette corrélation « faible, moyenne, forte, très forte ». le tableau suivant, nous donne le résultat de cette matrice.

Tableau N°25 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier au Maroc.

| Corrélation négative | | | Corrélation positive | | |
|----------------------|-------------|------------|----------------------|-------------|----------------|
| modérée | forte | T-forte | modérée | forte | T-forte |
| | CH-CSP/PIB | CH-M2/PIB | | TIR-CH | CSP/PIB-M2/PIB |
| | CH-IDE | TIR-M2/PIB | | IDE-M2/PIB | |
| | TIR-CSP/PIB | | | CSP/PIB-IDE | |
| | TIR-IDE | | | | |

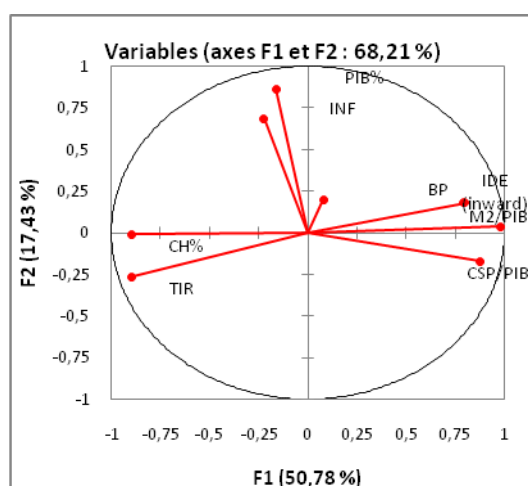
Source: établi par nous-mêmes à partir des résultats de l'Excel-stat.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Nous observons que le taux de chômage est négativement corrélé avec la plupart des variables qui ont été incluses dans cette étude « le taux de liquidité, les investissements directs étrangers et les crédits accordés au secteur privé ». En revanche, les autres variables monétaires ils ont été faiblement corrélés avec les variables de la libéralisation financière. Par contre, nous avons remarqué une forte relation positive entre le chômage et le taux d'intérêt réel.

B- Représentation graphique des variables : En représentant graphiquement les variables monétaires et financières par un cercle des corrélations, en utilisant les valeurs propres et les vecteurs propres « voir l'annexe N°3, Tableau N°3 et 4 ».

Figure N°25 : La relation entre variables monétaires et financières au Maroc (plan F1 et F2).



Source : Excel-stat

On remarque que le taux d'inflation et la balance des paiements sont mal représentés sur le plan factoriel « F1 et F2 ». Par contre, les autres variables sont bien représentées sur l'axe F1 et F2 « le choix du nombre d'axe à interpréter se fait toujours sur la base de la règle de Kaiser », dans ce cas, on retient trois valeurs propres. Ainsi, selon la figure N°25, nous avons remarqué qu'il existe une forte relation entre « le chômage, et le taux d'intérêt réel », la même remarque concernant la relation entre « les investissements directs étrangers et le taux d'intérêt réel », mais cette fois-ci avec un signe négatif.

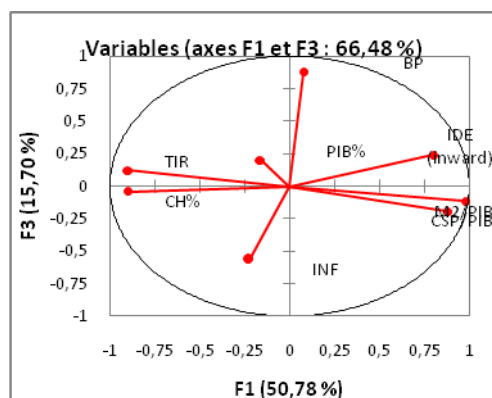
Selon cette figure, il existe une corrélation positive entre « l'axe F1 » et les trois variables suivantes « CSP/PIB, M2/PIB, IDE ». En revanche, il existe une corrélation

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

négative entre « l'axe F1 » et « TIR, CH »¹. Ainsi, il existe une corrélation positive entre le même axe et le taux de croissance « PIB% ».²

En ce qui concerne le deuxième plan factoriel « F1 et F3 », Le résultat du cercle de corrélations était comme suit :

Figure N°26 : La relation entre variables monétaires et financières au Maroc « plan F1 et F3 ».

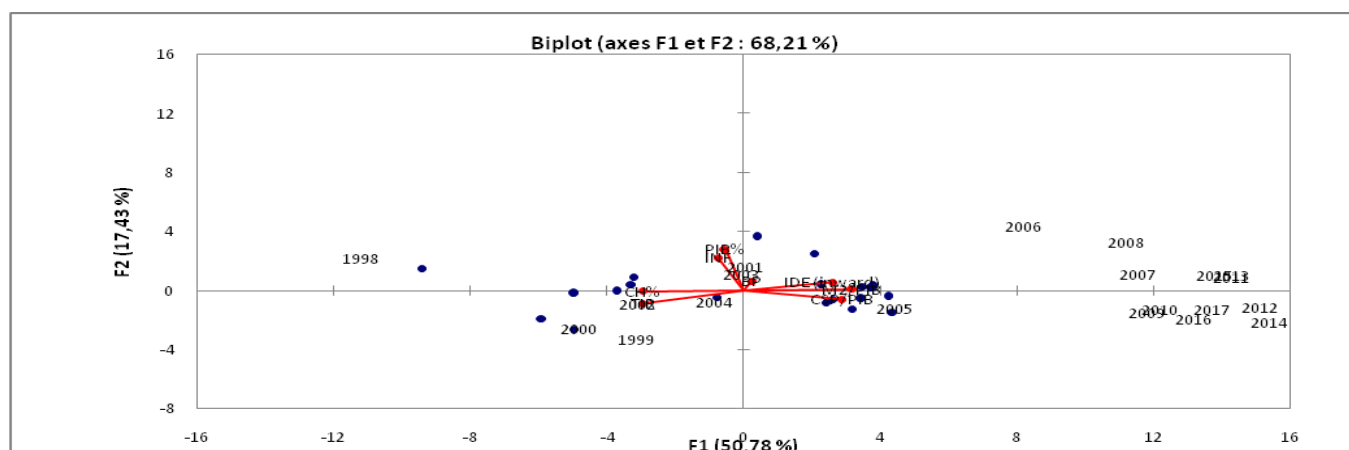


Source : Excel-stat

En effet, on voit d'après la figure N°26, qu'il existe une corrélation positive entre l'axe F2 et la balance des paiements. Parallèlement, la relation entre « F2 et l'inflation » a été négative.³

C- Représentation graphique des observations « Années » et variables : En représentant graphiquement les observations par un nuage de points pour visualiser la répartition des individus sur le plan factoriel.

Figure N°27 : Comportement des variables pendant la période « 1998-2017 » Au Maroc « plan F1 et F2 »



Source : Excel-stat

¹ - voir l'annexe N° 3, tableau 5.

² - Ibid.

³ - voir l'annexe N° 3, tableau 5.

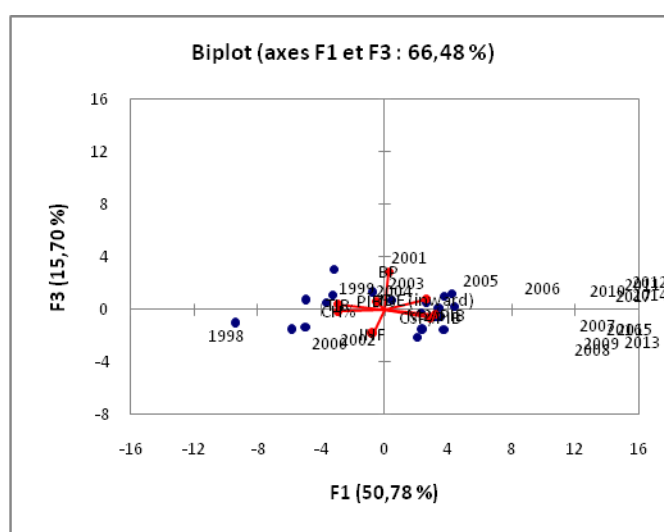
Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Selon la figure N°27, on peut distinguer deux nuages de points « deux groupes d'observations » sur le plan factoriel « F1 et F2 ». Ainsi, les résultats peuvent être résumés comme suit :

- **Premier groupe** : ce groupe inclut les années « 1998 jusqu'à 2005 » cette période a été caractérisée par un taux de chômage et des taux d'intérêt élevés, ainsi nous avons remarqué une faiblesse par rapport aux indicateurs financiers.
- **Deuxième groupe** : ce groupe est contient les individus de « 2006 jusqu'à 2017 », cette période a été caractérisée par un taux de chômage faible « proche de 10% » et également une amélioration au niveau des investissements directs étrangers .Ainsi que, le taux de liquidité et les crédits accordés aux secteurs privés.

En ce qui concerne la représentation graphique des individus sur le deuxième plan factoriel « F1 et F3 », les résultats peuvent être résumés comme suit :

Figure N°28 : Le comportement des variables pendant la période (1998-2017) Au Maroc (plan F1 et F3)



Source : Excel-stat

Selon cette figure N°28, nous avons remarqué une concentration des individus au milieu de l'axe F3, ce qui signifie que l'économie marocaine a été caractérisée par un taux d'inflation modéré et un solde de balance des paiements acceptable pendant cette période.

1.3.4 L'économie Jordanienne

Après le traitement des données qui se présentent dans « l'Annexe 4 tableau N°1 », nous avons obtenu les résultats suivants :

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

A- Matrice de Corrélation : cette matrice « voir l'annexe 4, tableau 2 », nous a permis de voir les liens entre les variables. Par la suite, nous avons essayé de résumer cette matrice dans le tableau suivant :

Tableau N°26 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier en Jordanie.

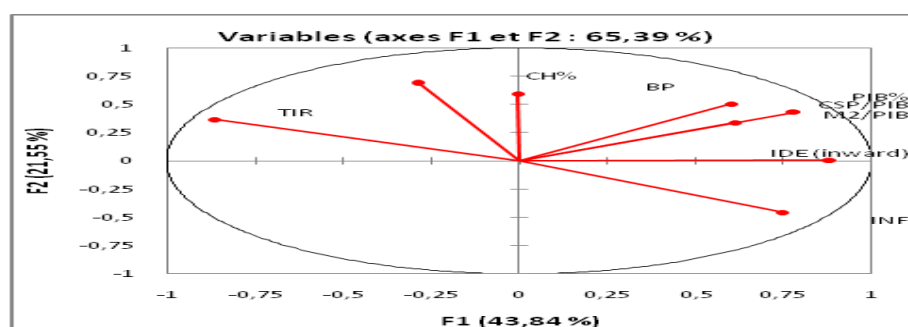
| Corrélation négative | | | Corrélation positive | | | |
|-------------------------|---------|---------|-------------------------|--------------|---------|-------------------------|
| modérée | forte | T-forte | modérée | forte | T-forte | |
| CH-IDE | TIR-IDE | TIR-INF | TIR-CH | CSP/PIB-PIB% | | |
| M ₂ /PIB-TIR | | | INF-CSP/PIB | | | IDE-M ₂ /PIB |
| CSP/PIB-TIR | | | IDE-INF | | | IDE-DSP/PIB |
| | | | CSP-M ₂ /PIB | | | |

Source: établi par nous-mêmes à partir de résultat de l'Excel-stat.

Selon le tableau N°26, il existe une très forte corrélation négative entre l'inflation et le taux d'intérêt réel. D'autre côté, nous avons remarqué une forte corrélation négative entre les investissements directs étrangers et le taux d'intérêt réel. Concernant les autres variables de la politique monétaire, nous avons constaté une forte corrélation positive entre « le taux de croissance et les crédits accordés aux secteurs privés ». En revanche, le chômage a été moyennement corrélé « positivement » avec le taux d'intérêt réel, et moyennement corrélé « négativement » avec les investissements directs étrangers.

B- Représentation graphique des variables : En représentant graphiquement les variables monétaires et financières par un cercle des corrélations, en utilisant les valeurs propres et les vecteurs propres « voir l'annexe N°4, Tableau N°3 et 4 »

Figure N°29 : La relation entre variables monétaires et financières en Jordanie (plan F1 et F2).



Source : Excel-stat

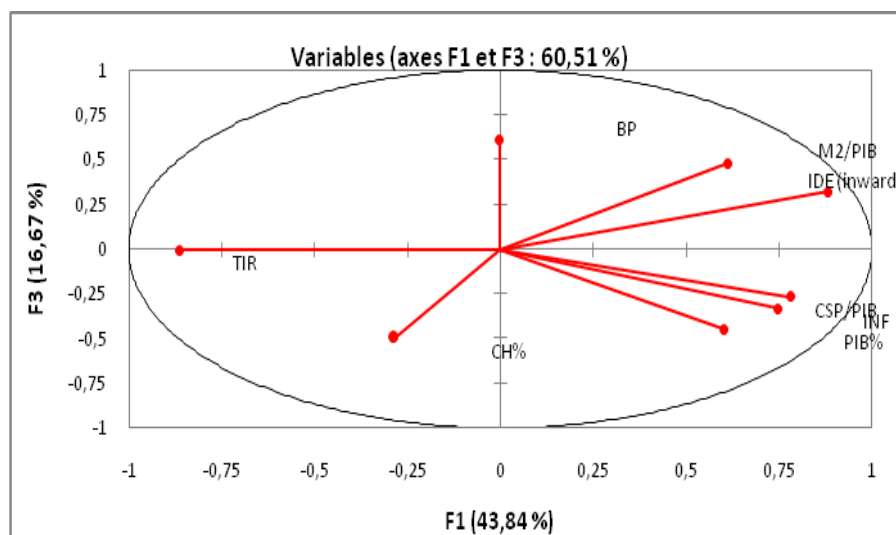
Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Selon la figure N°29, nous avons constaté que « le taux de chômage, le taux de liquidité et la balance des paiements » sont mal représentés sur le plan factoriel « F1 et F2 ». Par contre les autres variables concernées par l'étude sont bien représentées sur le plan factoriel.

Selon la même figure, on constate qu'il existe une corrélation positive entre les variables suivantes « INF, CSP /PIB, IDE » et l'axe F1.¹ En revanche, la corrélation entre le taux de chômage et F2 a été positive.

En ce qui concerne le deuxième plan factoriel « F1 et F3 », le résultat du cercle de corrélations était comme suit :

Figure N°30: La relation entre variables monétaires et financières en Jordanie (plan F1 et F3).



Source : Excel-stat

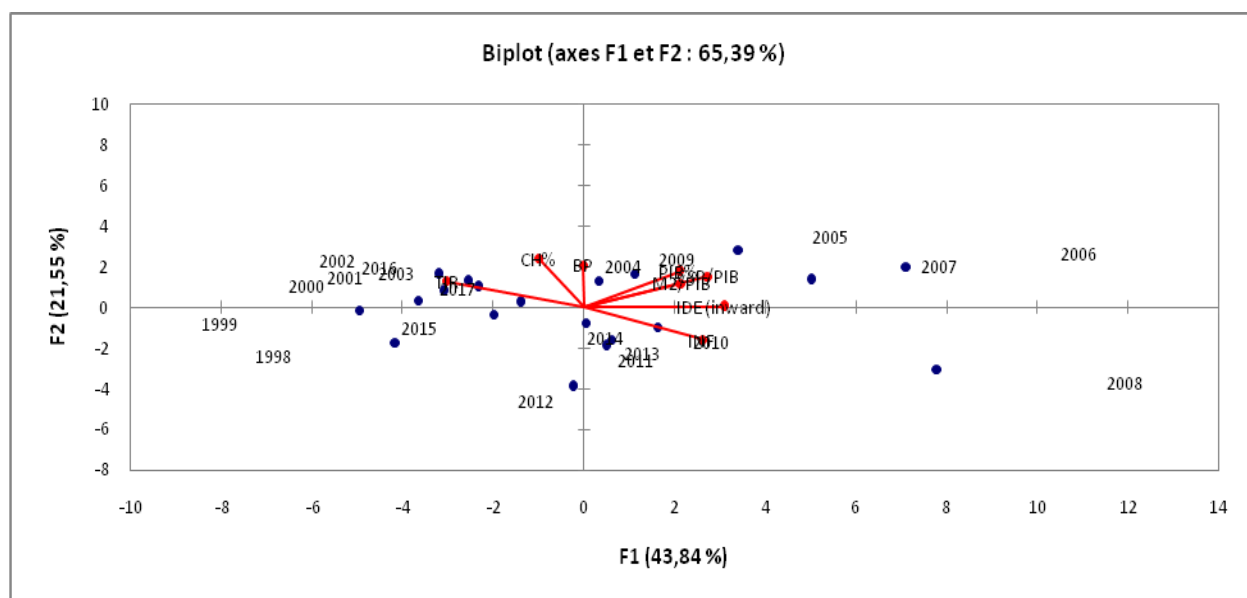
Selon la figure N°30, il existe une corrélation positive entre la balance des paiements et l'axe F3. Donc on peut dire que « l'axe F3 est un axe de chômage ».

C- Représentation graphique des individus (Années) et variables : en représentant graphiquement les observations par un nuage de points, on peut visualiser le comportement des individus sur le plan factoriel.

¹ - voir l'annexe 4, Tableau N°5.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Figure N°31 : Comportement des variables pendant la période (1998-2017) En Jordanie (plan F1 et F2)



Source : Excel-stat

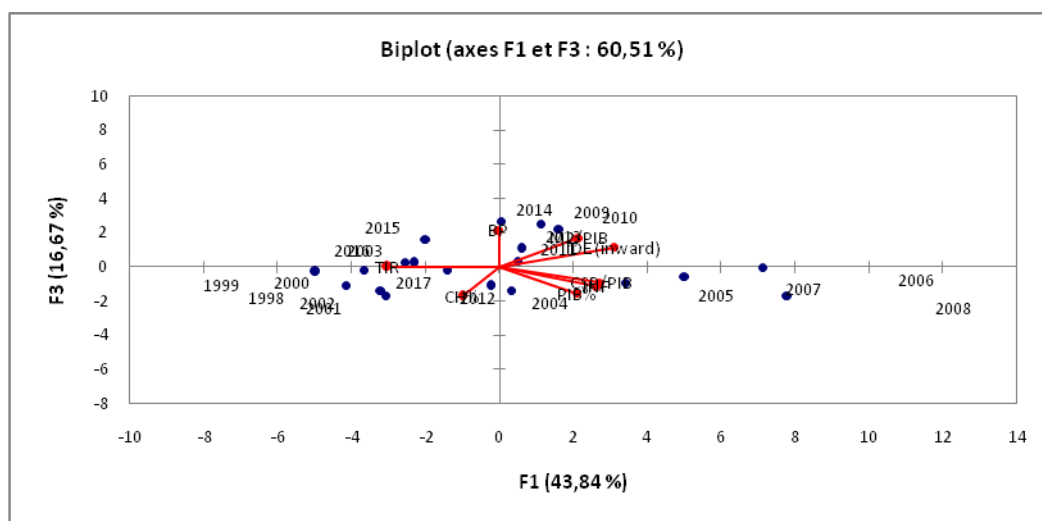
Selon la figure N°31, on peut constater deux nuages de points « deux groupes d'observations » sur le plan « F1 et F2 », ». Les résultats peuvent être résumés comme suit :

- **Premier groupe** : ce groupe inclut les années « 1998 jusqu'à 2004 » cette période a été caractérisée par des taux d'intérêt réel élevés. En revanche, nous avons remarqué une faiblesse au niveau des autres indicateurs financiers et surtout « CSP/PIB, IDE, M2/PIB ».
- **Deuxième groupe** : ce groupe englobe les individus de l'année « 2005 jusqu'à 2017 », cette période a été caractérisée par un taux d'intérêt réel relativement faible, et une amélioration au niveau des investissements directs étrangers .Ainsi que le taux de liquidité et les crédits accordés aux secteurs privés.

En ce qui concerne la représentation graphique des individus sur le deuxième plan factoriel « F1 et F3 », nous avons obtenu le plan suivant:

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Figure N°32 : Comportement des variables pendant la période (1998-2017) En Jordanie (plan F1 et F3)



Source : Excel-stat

Selon la figure N°32, nous avons remarqué une concentration des individus au milieu de l'axe F3, ce qui signifie que l'économie jordanienne a été enregistré un solde proche de la position d'équilibre.

1.3.5 L'économie Egyptienne

Après le traitement des données qui se présentent dans « Annexe 5 tableau N°1 ». Nous avons obtenu les résultats suivants:

A- Matrice de Corrélation : cette matrice « voir l'annexe 5, tableau 2 », nous a permis de détecter les liens les plus significatifs entre les variables, qu'ils soient positivement ou négativement corrélés.

Tableau N°27 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier en Egypte.

| Corrélation négative | | | Corrélation positive | | |
|----------------------|---------|---------|-------------------------|-------------------------|---------|
| modérée | forte | T-forte | modérée | forte | T-forte |
| CH-IDE | TIR-IDE | TIR-INF | TIR-CH | CSP/PIB-PIB% | |
| M ₂ /TIR | | | INF-CSP/PIB | IDE-M ₂ /PIB | |
| CSP/PIB-TIR | | | IDE-INF | IDE- PIB | |
| | | | CSP-M ₂ /PIB | | |

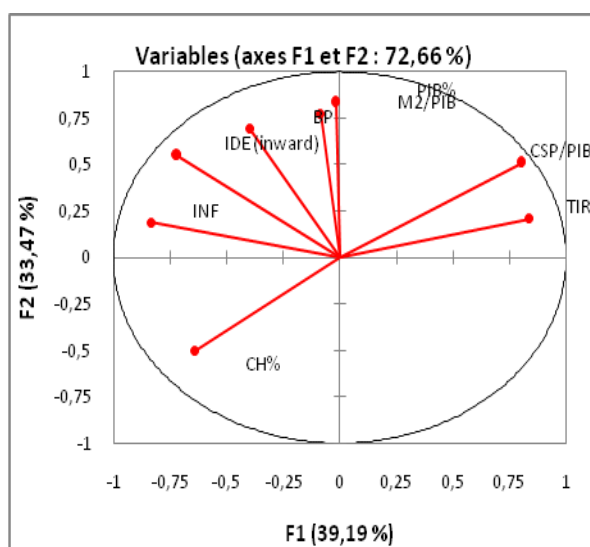
Source: établi par nous-mêmes à partir des résultats de l'Excel-stat.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Selon le tableau N°27, il existe une très forte corrélation négative entre le taux d'intérêt réel et l'inflation. Cependant, la même variable « TIR » a été fortement corrélée avec les investissements directs étrangers. Ainsi, nous avons remarqué, une forte corrélation positive entre le taux de croissance et les crédits accordés aux secteurs privés.

B- Représentation graphique des variables : en représentant graphiquement les variables monétaires et financières par un cercle des corrélations, en utilisant les valeurs propres et les vecteurs propres « voir l'annexe N°5, Tableau N°3 et 4 ».

Figure N° 33 : La relation entre variables monétaires et financières en Egypte



Source : Excel-stat

Selon la figure N°33, il existe une corrélation positive entre « l'axe F1 » et les deux variables suivantes « TIR, CSP/PIB ». En revanche, il existe une corrélation négative entre le même axe et les trois variables suivantes « CH, INF, IDE ».¹ Concernant le deuxième axe factoriel, nous avons remarqué une corrélation positive entre l'axe « F2 » et les trois variables suivantes « BP, PIB, M2/PIB ».²

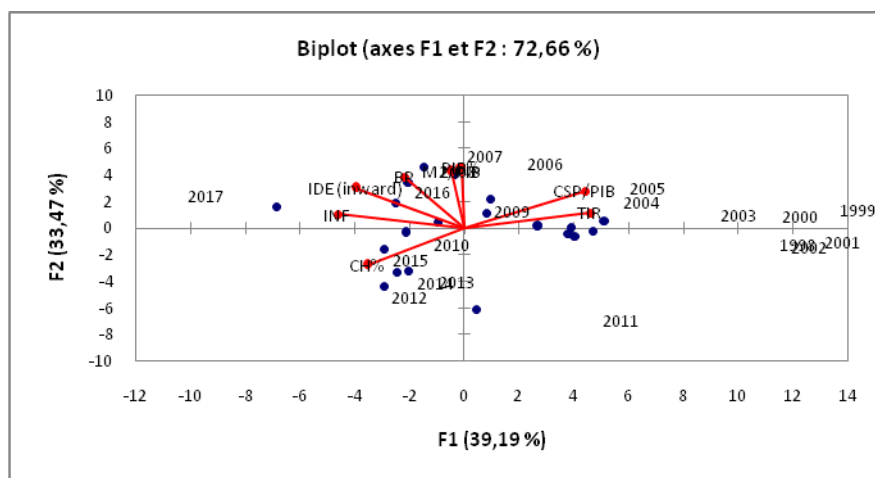
C- Représentation graphique des individus (Années) et variables : en représentant graphiquement les observations par un nuage de points, afin de visualiser le comportement des individus sur le plan factoriel

¹ - voir l'annexe 5, tableau N°5.

² - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Figure N°34 : Le comportement des variables pendant la période (1998-2017) En Egypte



Source : Excel-stat

Selon la figure N°34, on peut distinguer trois nuages de points (deux groupes d'observations) sur le plan (F1 et F2). Les résultats peuvent être résumés comme suit :

- **Premier groupe** : ce groupe inclut les années « 1998 jusqu'à 2005 ». cette période a été caractérisée par des taux d'intérêt réel élevés et un taux d'inflation faible. En revanche, nous avons remarqué une faiblesse au niveau de certains indicateurs financiers « IDE, M2/PIB ». Ainsi, pendant cette période l'économie a connu un taux de chômage relativement faible.
- **Deuxième groupe** : ce groupe englobe les individus de « 2006 jusqu'à 2009 », et contient également les années 2016 et 2017. cette période a été caractérisée par un taux d'intérêt réel relativement faible et une diminution au niveau des investissements directs étrangers. ainsi, cette période a été marquée par un taux de chômage faible, et un solde excédentaire de balance des paiements, et également un taux d'inflation élevé.
- **Troisième groupe** : ce groupe d'observations représente des années « 2010, 2015 ». Ces individus sont caractérisés par un taux de chômage et d'inflation relativement élevés, et également un taux de croissance faible. Concernant les indicateurs financiers, cette période a connu un taux d'intérêt réel relativement faible ou négatif, et également des montants d'investissements directs étrangers relativement faibles.

1.3.6 L'économie Libanaise

Après le traitement des données qui se présentent dans (Annexe 6, tableau N°1), Nous avons obtenu les résultats suivants:

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

A-Matrice de Corrélation : cette matrice (voir l'annexe 6, tableau 2), nous a permis de voir les types de liens entre les variable, qu'ils soient « négative ou positive ».

Tableau N°28 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier au Liban.

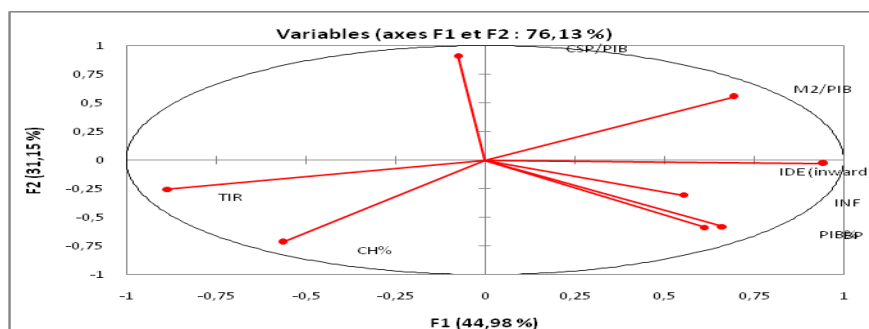
| Corrélation négative | | | Corrélation positive | | |
|----------------------|------------------------|---------|------------------------------|--------------------------|---------|
| modérée | forte | T-forte | modérée | forte | T-forte |
| CSP/PIB-BP | CH-M ₂ /PIB | IDE-TIR | BP-IDE | PIB%-BP | |
| TIR-PIB% | CH- | | PIB-INF | CH-TIR | |
| CSP/PIB-PIB% | CSP/PIB | | INF-IDE | PIB%-IDE | |
| INF-TIR | TIR- | | CSP/PIB -M ₂ /PIB | IDE -M ₂ /PIB | |
| IDE-CH | M ₂ /PIB | | | | |

Source: établi par nous-mêmes à partir des résultats de l'Excel-stat.

D'après ce tableau, nous avons remarqué une forte corrélation négative entre le taux d'intérêt réel d'une part, et les IDE et taux de croissance d'autre part. En revanche, il existe une corrélation positive d'une part entre « l'inflation et les IDE », et d'autre part entre « le taux de chômage, et le taux d'intérêt réel ».

B- Représentation graphique des variables : en représentant graphiquement les variables monétaires et financières par un cercle des corrélations, en utilisant les valeurs propres et les vecteurs propres, (voir l'annexe N°6, Tableau N°3 et 4).

Figure N° 35 : La relation entre variables monétaires et financières au Liban



Source : Excel-stat.

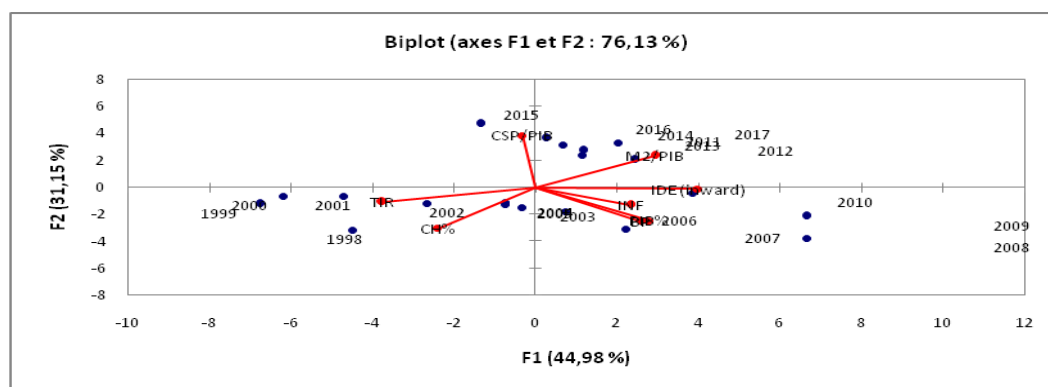
Selon la figure N°35, il existe une corrélation positive entre « l'axe F1 » et les quatre variables suivantes « IDE, BP, PIB%, M₂/PIB ». En revanche, il existe une corrélation

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

négative entre le même axe et le taux d'intérêt réel.¹ Concernant le deuxième axe factoriel « F2 », nous avons constaté que les crédits accordés aux secteurs privés sont positivement corrélés avec l'axe F2. Cependant, la corrélation a été négative entre le même axe et le taux de chômage.²

C- Représentation graphique des individus (Années) et variables : La figure N°36 nous a permis d'analyser l'évolution des variables monétaires et financières, depuis « 1998 - 2017 ».

Figure N°36 : Le comportement des variables pendant la période (1998-2017) au Liban



Source : Excel-stat.

Selon la figure N°36 on peut distinguer trois nuages de points « trois groupes d'observations » sur le plan factoriel « F1 et F2 » :

- **Premier groupe :** ce groupe inclut les années « 1998 jusqu'à 2005 ». cette période a été caractérisée par « un taux d'intérêt réel élevé et un taux de croissance faible ». En revanche, pendant la même période, nous avons remarqué une faiblesse au niveau de certains indicateurs financiers tels que « IDE, M2/PIB, CSP/PIB ». Concernant le taux de chômage, l'économie égyptienne à été caractérisée par des valeurs élevées pendant cette période.

- **Deuxième groupe :** ce groupe contient les individus suivants de « 2006 jusqu'à 2010 », cette période a connu un taux d'intérêt réel relativement faible, et également une augmentation au niveau des « investissements directs étrangers, et le taux de liquidité »

- **Troisième groupe :** ce groupe d'observations englobe les années de « 2011 jusqu'à 2017 », Ce nuage de points est caractérisé par « un taux de chômage et une croissance relativement faibles ». Concernant les indicateurs financiers, cette période a connu un taux d'intérêt réel relativement faible. En revanche, nous avons remarqué une augmentation au niveau de certains indicateurs financiers tels que : « CSP/PIB, M2/PIB, IDE ».

¹- voir l'annexe 6, tableau N°5.

² - Ibid.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Section 3 : L'interaction des régimes de change et des variables monétaire et financières

L'objectif de cette section est de présenter les liens entre les régimes de change et le comportement des variables monétaires et financières dans les pays MED, signataires d'accords d'association avec l'Union Européenne « Algérie, Tunisie, Maroc, Jordanie, Egypte, Liban ».

1. L'évolution des régimes de change des pays sud MED.

Dans cette section, nous allons utiliser la moyenne de la période pour chaque variable, et cela pour les sept pays de notre échantillon. Ensuite, nous utiliserons de nouvelles variables, nommées « variables supplémentaires »¹, ces variables qualitatives représentent le régime de change suivi par les autorités monétaires.

En 1999, le FMI a abandonné son système de classification classique « de jure » pour une classification moderne « de facto ». Cette classification crée une distinction entre différents types de régimes de parité fixe, allant de diverses formes d'ancrage fixes à différents types d'ancrage souple.

Tableau N°29 : Régimes de change des pays du sud MED

| pays | Avant LF | Après LF |
|----------|--|---|
| Algérie | Ancrage à un panier de devise (\$ est majoritaire) | Flottement dirigé |
| Egypte | Ancrage au dollar | Flottement libre |
| Jordanie | Ancrage au DTS | Ancrage au dollar |
| Liban | Fixe | Ancrage au dollar |
| Maroc | Ancrage à un panier de devise (\$ est majoritaire) | Ancrage à un panier de devise (€ est majoritaire) |
| Tunisie | Ancrage à un panier | Flottement dirigé |

Source: the Annual Report on exchange Arrangements and Exchange restriction, 1990 to 2017.

¹ - voir l'annexe 6.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

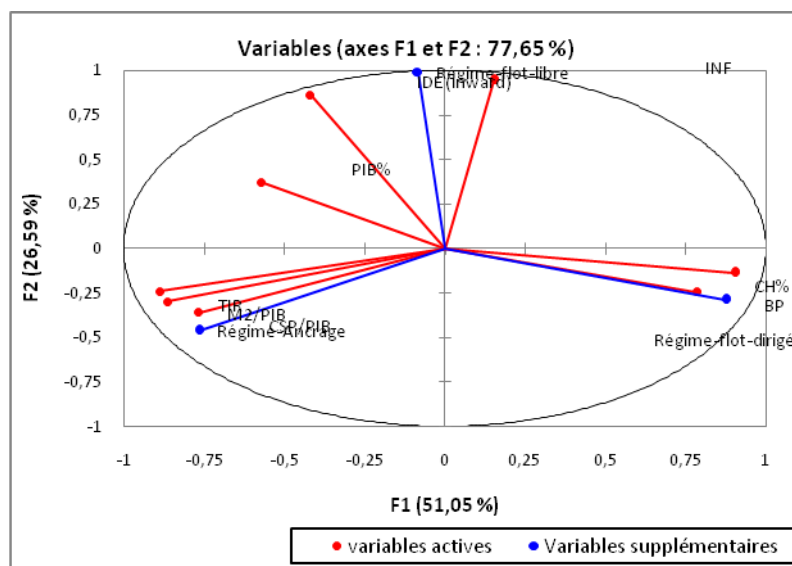
Des programmes de libéralisation ont été adoptés par plusieurs pays du sud MED dans les années quatre-vingt-dix, avec le suivi de la banque mondiale et du Fond monétaire international, en vue d'intégrer les économies nationales dans l'économie internationale et de motiver l'ouverture de leurs comptes de capital.

Pour ces pays, le choix du régime de change représente donc une décision de politique macro-économique essentielle. En effet, le passage vers un niveau plus élevé de libéralisation, nécessite un changement vers des régimes de change plus souples. La question qui se pose à cette étape est : faut-il flexibiliser totalement les régimes actuels et laisser les monnaies nationales flotter librement ? Ou faut-il flexibiliser graduellement en passant par des régimes intermédiaires ? ».

2. Comportement des variables monétaires et financières selon le régime de change.

Sur la base des données de l'Annexe N°7, et après l'utilisation du logiciel Excel-stat nous avons obtenu les résultats suivants :

Figure N°37 : La relation entre les variables monétaires, financières et les régimes de change.



Source : Excel-stat.

À partir de cette figure, on peut remarquer qu'il existe une forte relation positive entre le régime de change « flottement dirigé » et les deux variables suivantes « taux de chômage, et balance des paiements ». En revanche, il existe une forte corrélation entre le régime « flottement libre » et les deux variables suivantes « taux d'inflation et les IDE ». Concernant

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

les régimes d'ancrage, nous avons remarqué une forte relation positive entre ce régime de change et les trois variables suivantes « le taux d'intérêt réel, taux de liquidité, et les crédits accordés aux secteurs privés ». ¹

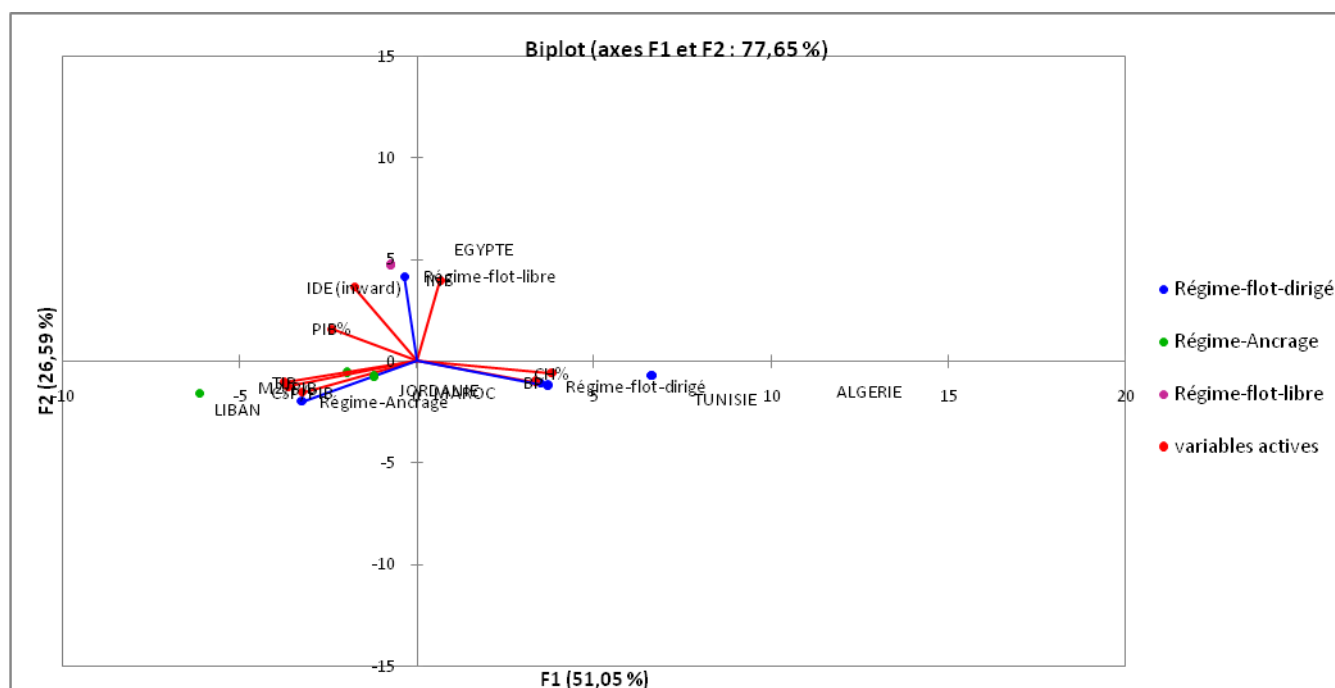
Selon la même figure, il existe une corrélation positive entre le premier axe « F1 » et les deux variables suivantes « CH, BP ». En revanche, il existe une corrélation négative entre cet axe « F1 » et les trois variables suivantes « TIR, M2/PIB, CSP/PIB ». ²

Concernant le deuxième axe factoriel « F2 », nous avons remarqué une corrélation positive entre, d'une part l'axe « F2 » et, d'autre part, les deux variables suivantes « l'inflation et, les investissements directs étrangers ».

3. Régimes de change et la performance monétaire et financière

La figure N°38 permet de se faire une idée plus précise concernant l'évolution de ces variables monétaires et financières dans les pays étudiés.

Figure N°38 : Comportement des variables pendant la période (1998-2017) au Liban



Source : Excel-stat.

Selon la figure N°38, on peut distinguer trois nuages de points « deux groupes d'observations », sur le plan factoriel « F1 et F2 ». Les résultats peuvent être résumés comme suit :

¹ - voir l'annexe 7, tableau N° 2.

²- voir l'annexe 7, tableau N°3.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Tableau N°30 Trajectoire des variables monétaires et financières

| Régime de change | pays | Variables PM | | | | Variables LF | | | |
|------------------|----------------------------|--------------|-----|----|-------|--------------|-----|---------------------|---------|
| | | BP | INF | CH | PIB % | TIR | IDE | M ₂ /PIB | CSP/PIB |
| Ancrage | Maroc Jordanie Liban | F | F | F | - | E | F | E | E |
| F-libre | Egypte | M | E | M | - | M | M | M | M |
| F-dirigé | Algérie Tunisie | E | F | E | - | F | F | F | F |

E= « Elevé » ; **M**= « Modéré » ; **F**= « Forte »

Source: établi par nous-mêmes à partir de résultat de l'Excel-stat.

À partir de ce tableau, on peut remarquer la performance des régimes d'ancrage au niveau de la maîtrise de l'inflation et du taux de chômage. Cependant, les trois pays d'ancrage sont caractérisés par une faiblesse de leurs balances des paiements.

En ce qui concerne les variables de libéralisation financières, ce groupe d'ancrage est caractérisé par des valeurs relativement élevés telles que « TIR, le taux de liquidité, et les crédits accordés aux secteurs privés ». Par contre, pendant cette période, nous avons remarqué une faiblesse au niveau des investissements directs étrangers dans ces pays d'ancrage.

En ce qui concerne, les régimes de change dirigés, les pays de ce groupe sont caractérisés par :

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

- un taux de chômage élevé ;
- un taux d'inflation relativement faible ;
- un solde excédentaire de leurs balances des paiements ;
- des indicateurs financiers faibles.

Enfin, le troisième groupe, qui inclut les pays de flottement libre, ces pays se caractérisent par :

- un taux d'inflation élevé ;
- des autres variables monétaires et financières sont relativement modérées.

Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'ère de la libéralisation financière

Conclusion

L'objet de ce chapitre est d'analyser la trajectoire de certains indicateurs financiers et monétaires pendant la période « 1998-2017 ». Le résultat de l'analyse en composante principale nous a conduit à conclure que :

- les pays d'ancrage de notre échantillon sont plus performants aux niveaux de certains indicateurs financiers comme « le taux d'intérêt réel, les crédits accordés aux secteurs privés », et même au niveau de certaines variables monétaires telles que « taux de chômage, taux d'inflation ».
- les pays de flottement dirigé sont caractérisés par « un taux de chômage relativement plus élevé que la moyenne ». cependant, ces pays sont classés parmi les pays les moins libéralisés par rapport aux autres pays comme le « Maroc et la Jordanie ».
- Enfin, les pays de flottement libre sont caractérisés par un niveau de libéralisation modéré. par contre, au niveau des variables monétaires, ces pays sont caractérisés par un taux d'inflation élevé.

Enfin, l'expérience de libéralisation financière rapide de quelques pays émergents pendant les années quatre-vingt-dix et leurs implications confirment la sensibilité du processus de libéralisation financière et l'importance de la mise en place d'une politique d'ouverture non agressive et graduelle.

Chapitre 5

Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et flux de capitaux.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Introduction

Selon Descamps, 1997, l'objectif intermédiaire est un point d'application des instruments de la politique monétaire au service d'une cause plus générale tel que la réalisation des objectifs finaux ou ultimes de la politique économique.

Dans ce chapitre, on va examiner la causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et la volatilité des capitaux dans les pays du sud MED, signataires des accords d'association avec l'Union Européenne. Ainsi, l'objectif principal de cette étude est d'analyser les interactions entre la volatilité des flux de capitaux et le comportement des variables intermédiaires de la politique monétaire, soit l'existence ou l'absence d'un lien d'équilibre à long terme entre les variables monétaires et financières .

Le cadre de ce chapitre repose sur la méthode d'Angel-granger et Toda - Yamamoto 1995, pour l'analyse de la causalité. Ainsi, dans ce chapitre nous expliquerons la démarche qui regroupe les trois étapes suivantes.

- Méthodologie et présentation des variables ;
- Test de causalité à court terme entre les flux de capitaux et les objectifs intermédiaires de la politique monétaire ;
- Test de causalité à long terme entre les flux de capitaux et les objectifs intermédiaires de la politique monétaire.

Section 1 : Méthodologie et présentation des variables

Dans cette section, nous allons parler des procédures nécessaires pour étudier la causalité entre deux ou plusieurs séries temporelles. Ainsi, nous allons exposer en détail l'ensemble des étapes économétrique. Afin de bien présenter cette étude, cette section est subdivisée en trois sous-sections :

- Test de la racine unitaire ;
- Test de causalité à court terme ;
- Causalité au sens de TODA-YAMAMOTO.

1. Méthodologie

1.1 Test de la racine unitaire

Une série chronologique est stationnaire si elle est le résultat d'une progression stationnaire, plus généralement la série ne contient aucun facteur évoluant avec le temps. Pour examiner la stationnarité des séries, il est essentiel d'appliquer Les tests de racine unitaire.

Il existe plusieurs test de racine unitaire tels que « Dickey-fuller simple ; Dickey fuller augmenté ; Philips et perron ; Kwiatkowski ; test de KPSS ». Nous utiliserons dans cette étude le tests de « Dickey-fuller augmenté ».

1.1.1 Test de Dickey-fuller simple

Le test de « Dickey-fuller » permet de déterminer si une série statistique et stationnaire ou non, et permet aussi de déterminer la bonne méthode de stationnariser cette série temporelle. En fait, les hypothèses du test sont les suivantes :

- l'hypothèse nulle H_0 : l'existence de racine unitaire « la série non stationnaire » ;
- l'hypothèse alternative H_1 : l'absence de racine unitaire « la série est stationnaire »

Le cadre de test de Dickey-Fuller Simple anticipe trois modèles pour la régression selon les éléments déterministes rajoutés ¹:

$$\text{Modèle (1) : } Y_t = \Phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle (2) : } Y_t = \Phi_1 Y_{t-1} + C + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle (3) : } Y_t = \Phi_1 Y_{t-1} + bt + C + \varepsilon_t$$

Eu début nous examinons le modèle général « 3 ». On regarde si b est significativement différent de zéro ou non, si « b » significativement non différent de zéro,

1 - BOURBONNAIS Régis, TERRAZA Michel, Analyse des séries temporelles, DUNUD, 2010 , p 153-170.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Nous allons passer au modèle (2), et on cherche à savoir si la constante C est significativement différent de zéro ou non. Si la constant C est significativement « non différent de zéro », on passe au modèle (1)¹.

L'hypothèse nulle H0, de non stationnarité de la série temporelle est rejetée à un seuil donné, lorsque la valeur de T-statistique conventionnelle sous l'hypothèse nulle est plus négative que la valeur critique tabulée par Mackinnon.

1.1.2 Test de Dickey-fuller augmenté

Dickey-fuller augmenté, est un test qui vise à vérifier si les caractéristiques statistiques d'une série chronologique « espérance, variance, et auto-corrélation » changent dans le temps ou non. Ainsi, dans le test de Dickey- fuller simple, le processus « ε_t », est un bruit blanc par hypothèse. Par contre, le test de Dickey-fuller augmenté, ne présume pas que (ε_t), est un bruit. Ce test correspond à l'une de ces formes de non stationnarité² :

$$\text{modèle (4) : } \Delta Y_t = \Pi Y(t-1) + \sum_{i=1}^p \Phi_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\text{modèle (5) : } \Delta Y_t = \Pi Y(t-1) + C + \sum_{i=1}^p \Phi_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\text{modèle (6) : } \Delta Y_t = \Pi Y(t-1) + C + bt + \sum_{i=1}^p \Phi_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Les paramètres des modèles sont déterminés par la méthode des moindres carrées ordinaires « MCO ». Les résultats obtenus permettent de calculer la statistique de test, afin de déterminer s'il faut accepter l'hypothèse nulle de non stationnarité. Ainsi, la valeur $\Pi Y(t-1)$ exprime le retard, cette valeur est déterminée à l'aide de corrélogramme partiel de la série différenciée « ΔY_t ». Ensuite, si la valeur de retard est définie, on exécute de la même manière qu'avec le test de Dickey-fuller simple, et la règle de décision reste la même « Si $|t_{\phi 1}| > t_{DF}$ » dans ce cas, on accepte H₀ : la série est non stationnaire.

1.1.3 Test de Phillips-perron

Le test de Phillips-perron donne la possibilité de prendre en compte à la fois l'auto-corrélation et l'hétéroscédasticité des erreurs. Il se focalise sur les mêmes modèles que ceux du test de « Dickey-fuller simple ». Mais il propose une correction non-paramétrique de la statistique « $t_{\phi 1}$ »

Phillips-perron, affirme que cette correction « non paramétrique » introduite à « $t_{\phi 1}$ » ne change pas la distribution de cette statistique qui reste identique à celle qui est observée dans

¹ - Ibid.

² -Ibid.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

le cas du « test de Dickey-fuller simple ». En conséquence, les valeurs critiques tabulées par « Dickey-fuller » restent également convenables pour le test de « Phillips-perron ».

1.2 Test de causalité à court terme

Le test classique dans ce but est celui de « Granger 1969 », la démarche fondée sur la valeur des prévisions des variables étudiées à partir de leurs valeurs passées. Sous l'hypothèse que « la variable Y_t cause la variable X_t », cela signifie que la prévisibilité de X_t est améliorée lorsque l'information relative à Y_t est incluse dans l'analyse. En d'autre terme, une série cause l'autre si la connaissance du passé de la première variable optimise la prévision de la deuxième variable.

En d'autre terme, la causalité de Granger signifie que la variable X peut causer la variable Y , si elle peut être mieux prédite en utilisant l'historique de X et Y à la fois plutôt que d'utiliser uniquement l'historique de la variable Y . En fait, Granger propose d'estimer par la méthode MCO, le modèle suivant¹ :

$$Y = c + \sum_{i=1}^n U_i * y(t - 1) + \sum_{j=1}^n \Pi_j * X(t - j) + \epsilon_t \quad \dots\dots\dots (1)$$

Sachant que (ϵ_t) est un terme d'erreur aléatoire. Ensuite, si les coefficients (Π_j) , sont significativement différents de « 0 », alors l'adoption des valeurs retardées de la variable X dans l'équation « 1 » donne une meilleure prédiction des valeurs de la variable Y .

Le modèle bivarié, devient²:

$$\begin{pmatrix} y_t \\ x_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} c_y \\ c_x \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} U_{y1} & \Pi_{y1} \\ U_{x1} & \Pi_{x1} \end{pmatrix} * \begin{pmatrix} y_{t-1} \\ x_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \epsilon_{yt} \\ \epsilon_{xt} \end{pmatrix} \quad \dots\dots\dots (2)$$

Considérons en suite, $B\tau = \begin{pmatrix} U_{y1} & \Pi_{y1} \\ U_{x1} & \Pi_{x1} \end{pmatrix}$ un modèle pour n retards (legs), s'écrit comme suit :

$$\begin{pmatrix} y_t \\ x_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} c_y \\ c_x \end{pmatrix} + B_1 \begin{pmatrix} y_{t-1} \\ x_{t-1} \end{pmatrix} + B_2 \begin{pmatrix} y_{t-2} \\ x_{t-2} \end{pmatrix} + \dots + B_n \begin{pmatrix} y_{t-N} \\ x_{t-N} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \epsilon_{yt} \\ \epsilon_{xt} \end{pmatrix} \quad \dots\dots\dots (3)$$

Les hypothèses de ce test sont :

- ⌈ L'hypothèse nulle $H_0 : B_i = 0$, (X ne cause pas Y à court terme).
- ⌋ L'hypothèse alternative $H_1 : B_i \neq 0$ (X cause Y à court terme).

¹ - DIANG BARRY Mamadou, Développement Financier Et Croissance Economique Etudes Theoriques Et Applications Sur L'uemoa Et La Cedead, Thèse de Doctorat ès Sciences Economiques, Université de Franche-Comté, 2012, P85.

² - Ibid.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Il est important de noter que le test de Granger se fait sous l'hypothèse que les erreurs (ϵ_i) suivent approximativement une distribution du Fisher, où « ϵ_i » sont des bruits blancs. Cela implique que les séries doivent être stationnaires. Le cas échéant, il est nécessaire de les transformer en séries stationnaires.

1.3 Test de causalité au sens de Toda-Yamamoto.

Ce test fait partie des tests de causalité non séquentiels. Cette méthode inclut plusieurs avantages, elle est fiable quel que soit l'ordre d'intégration des séries chronologiques. Ainsi, il n'est pas obligatoire d'effectuer l'étude de « possible relation de cointégration entre les variables ».

Les démarches du test de causalité proposée par « Toda-Yamamoto » en 1995, peuvent résumer comme suit :¹

- La première étape consiste à définir l'ordre d'intégration maximale des séries chronologiques « d_{max} » ;
- Identifier le retard optimal « optimal lags » du VAR, rappelons que l'ordre optimal de retard « k », peut être trouvé on utilise les critères « AIC, SC, HQ » ;
- Tester la cointégration « Johnson », dans le cas où les séries temporelles ont le même ordre d'intégration ;
- Pour le test de causalité, on applique la statistique « Wald modifiée », et on estime un VAR en niveau augmenté d'ordre « $k + d_{max}$ ».

Par exemple, si l'on veut tester la causalité entre deux séries « Y_t et X_t », au sens de Toda-yamamoto, il sera nécessaire d'utiliser l'estimation « VAR augmenté », qui est présenté dans ce système ²:

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^k a_{1i} * Y(t-i) + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} a_{2j} * Y(t-j) + \sum_{i=1}^k \alpha_{1i} * X(t-i) + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \alpha_{2j} * X(t-j) + U_t$$

$$X_t = b_0 + \sum_{i=1}^k b_{1i} * X(t-i) + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} b_{2j} * X(t-j) + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} * Y(t-i) + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \beta_{2j} * Y(t-j) + U_t$$

¹- JOBERT Thomas , ZEYNELOGLU |rem « Peut-On Parler De Déficit Jumeaux Pour La Turquie ? Une Étude Empirique Sur La Période 1988-2000 », Économie internationale 105,paris, 2006, pp 63-83.

² - Ibid.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Les hypothèses de ce test se fondent sur la statistique de Wald, cette dernière est indépendante par rapport à l'ordre d'intégration des séries temporelles et leur cointégration.

Par conséquent, les hypothèses sont les suivantes :

- [$H_0 : \alpha_i = 0$ (khi-2 calculer < khi-2 tabulaire, P-value khi-2 > 5 %) X_t ne cause pas Y_t
 $H_1 : \beta_i \neq 0$ (khi-2 calculer < khi-2 tabulaire, P-value khi-2 > 5 %) Y_t ne cause pas X_t

1.4 Test de cointégration de Johansen

Les tests de cointégration sont essentiels en économétrie pour tester la présence ou l'absence de relation d'équilibre à long terme, et cela surtout en macroéconomie, où on doit tester diverses hypothèses telles que « parité du pouvoir d'achat, demande de monnaie, relation entre taux de change de différents pays »¹. Donc l'existence de ces types de liens d'équilibre à long terme est testée précisément à l'aide de certaines formules statistiques, dont les plus connues sont celles de Johansen « 1988,1991 » et Angel-Granger « 1987 ».

Les composantes « $X_{1t}, X_{2t}, X_{3t}, \dots, X_{nt}$ » d'un vecteur X_t seront considérées cointégrées d'ordre « d,b » où « d et b » sont des nombres entiers, qu'on note : CI \rightarrow (d,b)

Sous l'hypothèse que chaque composante est intégrée d'ordre « d », mais qu'il existe une combinaison linéaire $B : \langle B_1, B_2, \dots, B_n \rangle$ telle que $B^t X_t$ est intégré d'ordre « d-b », à condition $b > 0$.

Dans ce cas le vecteur B est appelé « le vecteur de cointégration ». Ainsi, l'analyse de cointégration inclut trois phases essentielles :

- Vérifier si les séries chronologiques sont stationnaires ou intégrées ;
- Dans le cas où les séries chronologiques sont intégrées de même ordre la combinaison linéaire est stationnaire ;
- L'adaptation d'un modèle.

En 1991, Johansen propose une démarche permettant de modéliser par « maximum de vraisemblance » pour tester la cointégration des séries temporelles, ainsi que le test de rang d'intégration. Ce test est performant dans un univers multivarié.

¹ - LEVASSEUR Valerie, SERRANITO Francisco, Y a T-il Formation d'une zone yen dans la région Asie-pacifique ? Economie internationale N°66, 2ème trimestre 1996, P 86- 130.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

La démarche est basée sur l'analyse des valeurs propres de la matrice du modèle pour tester la cointégration. Enfin, ce test de cointégration de Johansen se base sur deux principes statistiques « la trace et la valeur propre maximale ».

La méthode de Johansen « 1988 » est basée sur un modèle à « vecteur autorégressif », sous la forme ¹:

$$X_t = \Pi_1 X_{t-1} + \dots + \Pi_k X_{t-k} + U + \phi \Delta_t + \varepsilon_t$$

Où :

ε_t : est un bruit blanc ;

X_t : un processus intégré I(1) ;

Δ_t : matrice de variables muettes de dimension (p x p) ;

U : la tendance de la régression, avec un dimension p.

Donc, à l'ordre 1 on peut écrire :

$$\Delta X_t = \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k+1} + \Pi X_{t-k} + U + \phi \Delta_t + \varepsilon_t$$

Avec :

$$\Gamma_i = (I - \Pi_1 - \Pi_2 - \dots - \Pi_i) ;$$

$$\Pi = -(I - \Pi_1 - \dots - \Pi_k) ;$$

Sachant que, l'existence ou l'absence d'une relation d'équilibre à long terme « cointégration » dépend de l'information intégrée dans la matrice Π . Ainsi, le rang Γ indique le niveau d'information, et selon Johansen, il existe trois cas pour le rang de Π ² :

- $r = p$ dans ce cas X_t est stationnaire ;
- $0 < r < p$, il existe des matrices α et β avec dimension (p*r) et $\Pi = \alpha \beta$
- $r = 0$ la matrice Π est nulle.

où :

¹ - Ipid.

² - Ipid.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

α et β : sont des matrices de plein rang d'ordre « p*r » et représentent la matrice des coefficients de corrélation de cointégration et paramètre d'ajustement. Donc, le rang de la matrice Π définit le niveau de cointégration.

Par conséquent, il devient nécessaire de calculer les valeurs propres de cette matrice « Π » pour les évaluer « ces valeurs λ_i doivent être $\neq 0$ ». À cet effet, on utilise les formules suivantes :

$$\lambda \text{ Trace } (r) = - T \sum_{i=r+1}^p \ln(1 - \lambda_i)$$

$$\lambda \text{ Max } (r,r+1) = - T \text{ Ln } (1-\lambda_{r+1})$$

Les hypothèses du test sont présentées comme suit ¹:

- H₀ : il existe au plus r vecteurs de cointégration.
- H₁ : il existe au moins r vecteurs de cointégration

Les valeurs critiques asymptotiques ont été tabulées par « Osterwald-lenun »

2. Présentation des données et variables

Les données utilisées dans cette recherche couvrent la période « 1990-2017 », plus précisément, depuis le lancement des procédures de libéralisation financière pour la plupart des pays concernés par l'étude. Ainsi, la Libye, la Syrie et la Palestine n'ont pas été retenues dans cette étude à cause de l'insuffisance de données sur la période (1990-2017) par rapport à ces trois pays, et également l'instabilité politique qui a été caractérisé les trois économies.

En ce qui concerne les variables, nous avons choisi quatre variables de nature quantitatives, d'une part trois parmi ces variables, ce sont des objectifs intermédiaires de la politique monétaire, et d'autre part, une variable qui représente les flux de capitaux « les investissements directs étrangers ».

2.1 Taux de change réel « TCR ».

Dans la littérature économique, le « TCR » est lié à plusieurs variables économiques. Nous allons citer quelques exemples tels que « PIB, la balance des paiements, et les investissements directs étrangers ».

¹ - Ipid.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Dans une étude présentée par un groupe d'économistes, « Damyana Bakardzhieva ; Sami Ben Naçer, et Bassem Kamar », ont conclu que les investissements directs étrangers n'ont aucune incidence sur le taux de change réel.¹

Dans ce contexte « salter, Swan, Corden et Dornbusch, 1974 » ont traité de façon empirique l'influence des flux de capitaux sur le taux de change réel « TIR », pour les pays émergents. Ce modèle explique la relation entre les flux des capitaux et l'appréciation du taux de change réel « une augmentation des flux de capitaux provoque une augmentation des salaires réels, et par conséquent, un accroissement de la demande intérieure ».

Les entrées de capitaux peuvent aussi provoquer négativement le secteur financier, et peuvent aussi conduire à une expansion de la demande globale. Cette dernière peut se transformer en une pression inflationniste, suivie d'une appréciation du « TCR ». Par conséquent, cela peut entraîner une aggravation du déficit du compte des transactions courantes.²

Cependant, des recherches récentes ont testé l'impact des flux de capitaux sur le taux de change réel « TIR » comme indicateurs de compétitivité³. Enfin, dans le contexte de l'évaluation de l'impact des flux de capitaux, nous allons utiliser le taux de change réel « TIR » pour les six pays de l'échantillon. En nous basant sur les données de la « CNUCED » et la banque mondiale « BM » pour la période allant de « 1990 à 2017 ».

2.2 Taux d'intérêt réel « TIR »

La volatilité du taux d'intérêt réel « TIR » influence les décisions des acteurs économiques concernant leurs préférences d'investissement, et notamment l'arbitrage sur des titres au niveau mondial. En fait, les capitaux se déplacent d'un pays à l'autre, à la recherche de la rémunération optimale. Dans ce cadre, nous allons poser la question suivante « qui détermine les taux d'intérêt ? ». Sachant que le taux d'intérêt réel mondial a été influencé par certaines variables, telles que « les entrées massives des capitaux »⁴.

¹ - BAKARDZHIEVA Damyana, BEN NAÇER Sami, KAMAR Bassem, the impact of capital and foreign exchange flows on the competitiveness of developing country, IMF Working paper WP/10/154, July 2010, P01.

² - LOPEZ –MEJIA Alejandro, flux massif de capitaux, leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer, Finance et Développement, Septembre 1999, P30.

³ - Damyana Bakardzhieva, Sami Ben Naçer, et Bassem Kamar, op-cit, P06.

⁴ - DESROCHE Brigitte, FRANCIS Michael « épargne, in BAKARDZHIEVA Damyana, BEN NAÇER Sami, KAMAR Bassem, investissement et taux d'intérêt réel mondiaux », Revue de la banque De Canada, Hiver 2006 /2007, P03.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

2.3 La Masse monétaire M2

Selon la théorie économique, les flux de capitaux peuvent avoir un impact sur les prix de l'immobilier via le « canal de crédit ». Dans ces conditions, la masse de capitaux devient instable et peut paralyser n'importe quelle politique monétaire « anti-inflationniste »¹, ou provoquer l'inflation dans n'importe quel pays. Donc les entrées de capitaux peuvent provoquer une augmentation de la masse monétaire et de liquidité, ce qui peut engendrer une augmentation des prix des actifs².

2.4 Investissements directs étrangers

Selon des études récentes, la grande majorité des flux des capitaux prennent la forme des « IDE », qui représente presque « 70% » de total de ces flux. En effet, les « PVD » n'ont attiré que « 24% » en moyenne des « IDE » pendant la période « 1990-2008 ». Par conséquent, nous allons utiliser les investissements directs étrangers comme seul variable pour représenter les flux des capitaux, et nous allons ignorer les autres types des flux tels que « investissement en portefeuille, autres investissements, crédits » à cause du manque de données concernant ces types de capitaux.

¹ - A. Viau, J.M Albertini «l'inflation » 2eme édition, Du Seuil, 1975, P109.

² - SAYONG KIM, DOO YONG Yang « the impact of capital inflows on emerging East Asian Economics, is Too Much Money Chasing too little good »working paper of Asian Development Bank, May 2008, P05.

Section 2 : La causalité à court et à long terme entre les flux de capitaux et les objectifs intermédiaires de la politique monétaire

Dans cette section, nous allons nous focaliser sur deux types importants de la causalité. Nous allons commencer d'abord par la causalité à court terme d'Angel & Granger, puis nous allons vers le deuxième type « causalité à long terme de Toda-yamamoto ». Toutefois, avant de tester la causalité, nous devons vérifier la stationnarité des séries chronologique et leurs niveaux d'intégration.

1. Tests de la racine unitaire (tests de stationnarités)

À cette étape, nous allons tester les trois modèles « ADF » présentés dans la section précédente. Cela se fera pour chaque série temporelle et pour chaque variable durant la période « 1990 à 2017 ». Pour définir le nombre de retards optimisés, nous nous sommes basés sur le critère « AIC ». Les résultats du test « Augmented ducky fuller » sont résumés dans le tableau suivant « pour plus de détails voir l'annexe N°1 ».

Tableau N° 31: Test ADF et niveau d'intégration

| | IDE | TIR | M2 | TCR |
|----------|------|------|-------|-------|
| Algérie | D(I) | D(0) | D(I) | D(0) |
| Egypte | D(I) | D(I) | D(I) | D(II) |
| Jordanie | D(I) | D(I) | D(II) | D(I) |
| Liban | D(I) | D(I) | D(I) | D(I) |
| Maroc | D(I) | D(I) | D(II) | D(I) |
| Tunisie | D(I) | D(I) | D(I) | D(I) |

Source : établi par nous-mêmes sur la base de l'annexe N°1

Nous pouvons conclure que la plupart des variables sont « non stationnaires » au niveau D(0) et deviennent stationnaires après la première différence D(I) au seuil de 5%. Ce résultat est déjà confirmé par plusieurs études empiriques.

En Algérie, les investissements directs étrangers « IDE » et la masse monétaire « M2/PIB » sont tous stationnaires en première différence D (I) au seuil de 5%. Par contre, le

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

taux d'intérêt réel « TIR » et le taux de change réel « TCR » sont tous stationnaires en niveau D(0).

Concernant l'Égypte, les variables sont tous stationnaires en première différence, sauf le taux de change réel qui a été stationnaire en deuxième différence D (II). Ainsi, en ce qui concerne la Jordanie, les variables sont tous stationnaires en première différence D (I), avec une seule exception au niveau de la masse monétaire qui a été stationnaire en deuxième différence.

Pour le cas du Liban, les variables sont tous stationnaires en première différence sans exception, la même remarque pour la Tunisie. En revanche, en ce qui concerne le Maroc, les variables sont tous stationnaires en première différence, la seule exception c'est la masse monétaire M2/PIB, qui a été stationnaire en deuxième différence au seuil de 5%. Cependant, en ce qui concerne le nombre de retards optimal, nous avons utilisé le critère de « Akaike information criterion ».¹

2. Causalité à court terme « Angel and Granger ».

« Granger » propose un type séquentiel pour vérifier la causalité entre les séries chronologiques. Et comme nous l'avons déclaré précédemment, le test de causalité au sens de Granger s'applique obligatoirement sur des séries stationnaires, ou « stationnarisées ». Le tableau ci-dessous regroupe différents résultats de causalité à court terme entre les variables monétaires et financières durant la période « 1990 à 2017 ».

Tableau N°32 : Récapitulation de causalité à court-terme entre les variables monétaires et financières au seuil de 5%.

| Variables | IDE ▼ M2 | IDE ▲ M2 | IDE ▼ TIR | IDE ▲ TIR | IDE ▼ TCR | IDE ▲ TCR | TIR ▼ TCR | TIR ▲ TCR | M2 ▼ TIR | M2 ▲ TIR | TCR ▼ M2 | TCR ▲ M2 |
|-----------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Algérie | - | - | - | - | - | - | - | + | - | - | - | + |
| Égypte | - | - | - | - | - | - | - | + | + | - | - | - |
| Jordanie | - | - | - | - | - | - | - | + | - | - | - | + |
| Liban | - | - | - | - | - | - | - | + | + | - | - | - |
| Maroc | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Tunisie | - | - | - | - | - | - | - | + | - | - | - | - |

Source : établi par nous-mêmes sur la base de l'annexe N° 3

¹ - voir l'annexe N° (lag)

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

(-) l'absence d'une causalité à court terme

(+) l'existence d'une causalité à court terme

À noter que les tests de causalité au sens Granger consisteront à infirmer ou confirmer les hypothèses nulles de non causalité « ces tests sont basés sur la valeur de Fisher ». En conséquence, l'observation des résultats de ce tableau, montre qu'il y a une absence totale de causalité à court terme entre les investissements directs étrangers « IDE », et l'ensemble des variables de la politique monétaire « pour plus de détails voir l'annexe N° 3 ».

3. Causalité à long terme (Toda-Yamamoto)

À rappeler que la démarche du test de causalité de « Toda-Yamamoto », implique l'utilisation de la statistique de Wald modifiée « cette statistique prend une distribution de khi-deux ». les procédures de test peuvent présentées comme suit :

3.1 : L'ordre d'intégration et retard optimal « optimal lag »

Dans un premier temps, nous allons déterminer l'ordre d'intégration pour chaque série chronologique et son retard optimal « voir l'annexe N° 4 ».

Tableau N°33 : L'ordre d'intégration maximale (d_{max}), et nombre de retard optimal (k).

| | Ordre d'intégration d_{max} | Retard optimal k |
|----------|-------------------------------|------------------|
| Algérie | 1 | 4 |
| Egypte | 2 | 4 |
| Jordanie | 2 | 4 |
| Liban | 1 | 4 |
| Maroc | 2 | 4 |
| Tunisie | 1 | 4 |

Source : établi par nous-mêmes sur la base de l'annexe N°4

En ce qui concerne le nombre optimal des retards (k), cette valeur peut être trouvée en utilisant le critère de « AIC ». À travers ce tableau, nous avons remarqué que l'ordre d'intégration est différent d'un pays à l'autre. Par contre, le nombre optimal de retards est une valeur unique pour l'ensemble des pays « pour plus de détails voir l'annexe N°4 ».

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

3.2 Test de causalité

Dans cette étape, il faut estimer un modèle de VAR en niveau augmenté d'ordre ($k+d_{\max}$). Notre objectif consiste à vérifier l'hypothèse nulle « non causalité de variable X vers Y » et dans le sens inverse aussi. Les résultats du test sont présentés de façon claire dans le tableau suivant « pour plus de détail voir l'annexe N°4 »

Tableau N°34 : Test de causalité à long terme

| Variables | IDE ▼ M2 | IDE ▲ M2 | IDE ▼ TIR | IDE ▲ TIR | IDE ▼ TCR | IDE ▲ TCR | TIR ▼ TCR | TIR ▲ TCR | M2 ▼ TIR | M2 ▲ TIR | TCR ▼ M2 | TCR ▲ M2 |
|-----------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Algérie | + | - | + | - | + | + | + | + | + | + | + | + |
| Egypte | - | - | - | - | + | - | + | - | - | - | - | + |
| Jordanie | + | + | - | - | - | + | - | - | - | + | + | - |
| Liban | + | + | - | + | + | + | + | - | - | + | + | + |
| Maroc | - | - | - | - | + | - | + | - | - | - | - | + |
| Tunisie | + | + | - | - | - | + | - | - | - | + | + | - |

Source : établi par nous-mêmes sur la base de l'annexe N° 4

(-) l'absence d'une causalité à long terme

(+) l'existence d'une causalité à long terme

À travers ce tableau, nous avons remarqué l'existence de causalité à long terme entre la plupart des variables de la politique monétaire et les IDE, pour le cas de l'Algérie « causalité bidirectionnelle entre le taux de change réel et la masse monétaire, le taux d'intérêt réel et la masse monétaire », ainsi qu'entre « le taux d'intérêt réel et le taux de change réel », et enfin entre « les investissements directs étrangers et le taux de change réel ». En ce qui concerne les autres variables, nous avons observé une causalité à long terme d'un seul sens.

Concernant l'économie égyptienne, nous remarquons l'absence de causalité bidirectionnelle à long terme entre les flux de capitaux et l'ensemble des variables de la politique monétaire, avec la présence de causalité unidirectionnelle entre les flux de capitaux vers le taux de change réel.

Pour le cas de la Jordanie, nous avons remarqué une causalité à long terme entre les investissements directs étrangers et la masse monétaire. En revanche, nous avons remarqué une absence de ce type de causalité entre la même variable « IDE » et le taux d'intérêt réel

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

« TIR ». Cependant, il existe une causalité unidirectionnelle de taux de change réel vers les investissements directs étrangers.

Pour le cas de l'économie Libanaise, nous avons observé une causalité bidirectionnelle à long terme entre les investissements directs étrangers et les deux variables suivantes « la masse monétaire et le taux de change réel », par contre, il existe une causalité unidirectionnelle entre le « TIR et IDE ».

Dans le cas de l'économie marocaine, nous avons remarqué l'absence totale de causalité à long terme entre, d'une part, « les investissements directs étrangers et la masse monétaire », et d'autre part, «entre les IDE et le taux d'intérêt réel ». Cependant, il existe une causalité unidirectionnelle de TCR vers IDE et TIR vers TCR..

Enfin, pour le cas de la Tunisie, il existe une causalité bidirectionnelle entre les investissements directs étrangers et la masse monétaire, et une causalité unidirectionnelle de (TCR vers IDE). En revanche, il n'existe aucune causalité à long terme entre les investissements directs étrangers et le taux d'intérêt réel.

Section 3 : Liens d'équilibres à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux

Pour vérifier l'existence de relation à long terme entre les variables de notre recherche « IDE, M2, TCR, TIR », nous avons effectué un test de cointégration Appelé « test de Johansen ». pour plus de détails, voir le chapitre 5, section 1 . Ainsi, le fait de procéder un test de cointégration a pour but de s'assurer qu'il existe une relation stable à long terme sachant que deux séries non cointégrées peuvent manifester un lien de causalité.

En effet, cette partie de chapitre sera réservée pour confirmer ou infirmer l'hypothèse nulle de Johansen, à savoir « l'absence de cointégration entre les variables ». Donc L'objectif de cette partie de la recherche est de vérifier l'existence ou l'absence d'un lien d'équilibre à long terme entre les variables de notre étude.

1. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en économie algérienne

Les quatre séries statistiques « IDE, TCR, M2, TRI » avaient des ordres d'intégration différents I (0) et I (1)¹. Par conséquence, ils ne présentent aucune relation d'équilibre à long terme, et nous ne pouvons pas appliquer le test de Johansen pour les séries non intégrées de même ordre. Il n'existe donc aucune relation entre les couples « IDE-TIR », « IDE-TCR », « M2-TIR » et « M2- TCR ».

Cependant, nous avons un cas optimal entre les investissements directs étrangers et la masse monétaire (IDE-M2), car il affiche deux séries intégrées du même ordre I(1). Donc, l'application du test de cointégration est possible

Tableau N°35: Test de cointégration de Johansen (Algérie)

| Couples VAR | H ₀ | H ₁ | λ trace | Valeur critique à 5% | λ Max | Valeur critique à 5% | P-value |
|-------------|----------------|----------------|---------|----------------------|-------|----------------------|---------|
| IDE-M2 | r=0 | r≥1 | 10,59 | 25,87 | 7,56 | 12,51 | 0,89 |

r : nombre des vecteurs de cointégration

Source : établi par nous-mêmes sur la base de résultat d'Eviews.

¹ - voir l'annexe N°1.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Selon le tableau précédent, les résultats indiquent l'absence d'un vecteur de cointégration à un seuil critique de 5% entre les investissements directs étrangers et la masse monétaire. Par conséquent, il n'existe aucune relation à long terme entre ces deux variables, car « $\lambda \text{ trace} < \text{Valeur critique à 5\%}$ ». Donc, on accepte l'hypothèse H_0 . Les résultats finaux de cointégration pour le cas de l'économie algérienne sont résumés dans le tableau suivant.

Tableau N°36 : L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en Algérie

| Couples VAR | Les séries intégrées de même ordre* | Décision |
|--------------------|-------------------------------------|--|
| IDE-M ₂ | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TIR | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| IDE-TCR | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TIR-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TCR-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TIR-TCR | Oui (stationnaires) | n'est pas favorable pour un test de johansen |

Source : établi par nous-mêmes sur la base des résultats d'Eviews.

*voir l'annexe N°4

L'analyse des résultats concernant l'équilibre à long terme entre les variables intermédiaires de la politique monétaire et les flux des capitaux montre l'absence totale de lien entre toutes les variables de cette étude.

2. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en économie égyptienne.

Les quatre variables de notre choix « IDE, TCR, TIR, M2 » avaient des ordres d'intégration différents I(1) et I(2). Ainsi, l'application du test de Johansen nécessite la réalisation des conditions d'intégration. Cependant, les résultats du test de cointégration pour les variables intégrées de même ordre, sont résumés comme suit :

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Tableau N°37 : Test de cointégration de Johansen (Egypte)

| Couples VAR | H ₀ | H ₁ | λ trace | Valeur critique à 5% | λ Max | Valeur critique à 5% | P-value |
|-------------|----------------|----------------|---------|----------------------|-------|----------------------|---------|
| IDE-M2 | r=0 | r≥1 | 23,32 | 25,87 | 14,39 | 19,38 | 0,1 |
| M2-TIR | r=0 | r≥1 | 24,16 | 25,87 | 19,30 | 19,38 | 0,08 |
| IDE-TIR | r=0 | r≥1 | 19,36 | 25,87 | 14,59 | 19,38 | 0,25 |

r : nombre des vecteurs de cointégration

Source : établi par nous-même sur la base de résultat d'Eviews.

Selon le tableau précédent, il n'y a aucun lien à long terme entre les variables suivantes « M2-TIR », « IDE-M2 » et « IDE-TIR ». Enfin, on peut résumer les résultats dans le tableau suivant :

Tableau N°38 : L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en Egypte

| Couples VAR | Les séries intégrées de même ordre* | Décision |
|--------------------|-------------------------------------|--|
| IDE-M ₂ | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TIR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TCR | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TIR-M ₂ | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| TCR-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TIR-TCR | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |

Source : établi par nous-même sur la base des résultats d'Eviews.

*voir l'annexe « N°4 »

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

L'analyse des résultats de ce tableau confirme l'absence totale de coïntégration entre les variables. Donc, il n'existe aucun lien d'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en économie égyptienne.

3. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en économie jordanienne.

Pour le cas de la Jordanie, les trois variables concernés par l'étude « IDE ; TIR ; TCR » avaient le même ordre d'intégration I(1), et également une variable intégrées en deuxième différents I(2). Par conséquent, la masse monétaire sera exclue de tout test de coïntégration.

Par contre, concernant les trois variables intégrées de même ordre I(1), l'application du test Johansen est possible, les résultats peuvent être résumés dans le tableau suivant :

Tableau N°39 : Test de coïntégration de Johansen (Jordanie)

| Couples VAR | H ₀ | H ₁ | λ trace | Valeur critique à 5% | λ Max | Valeur critique à 5% | P-value |
|-------------|----------------|----------------|---------|----------------------|-------|----------------------|---------|
| IDE-TIR | r=0 | r≥1 | 14,75 | 25,87 | 10,98 | 19,38 | 0,59 |
| IDE-TCR | r=0 | r≥1 | 12,62 | 25,87 | 10,34 | 19,38 | 0,76 |
| TCR-TIR | r=0 | r≥1 | 14,37 | 25,87 | 10,02 | 19,38 | 0,62 |

r : nombre des vecteurs de coïntégration

Source : établi par nous-même sur la base de résultat d'Eviews

Selon ce tableau, les résultats indiquent l'absence d'un vecteur de coïntégration pour les trois couples des variables, car (λ trace < Valeur critique à 5%). Donc, il n'existe aucune relation à long terme entre les trois couples ((IDE-TIR),(IDE-TCR) et (TCR-TIR)). le résultat final sera interprété dans le tableau suivant :

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Tableau N°40: L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en Jordanie

| Couples VAR | Les séries intégrées de même ordre* | Décision |
|--------------------|-------------------------------------|--|
| IDE-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| IDE-TIR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TCR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| TIR-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TCR-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TIR-TCR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |

*voire l'annexe N°4

Source : établi par nous-même sur la base des résultats d'Eviews.

À travers ce tableau nous pouvons conclure l'absence de lien à long terme pour l'ensemble des variables monétaires et des flux de capitaux. En revanche, cela n'exclut pas l'existence d'une causalité entre certain nombre de variables.

4. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en économie tunisienne

Les quatre variables concernés par l'étude « IDE, TCR, TIR, M2 » avaient le même ordre d'intégration d (1). Par conséquent, on peut appliquer le test de Johansen pour l'ensemble des variables. Les résultats de ce test sont présentés de façon claire dans le tableau suivant :

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Tableau N°41 : Test de cointégration de Johansen (Tunisie)

| Couples VAR | H ₀ | H ₁ | λ trace | Valeur critique à 5% | λ Max | Valeur critique à 5% | P-value |
|--------------------|----------------|----------------|---------|----------------------|--------|----------------------|---------|
| IDE-M ₂ | r=0 | r≥1 | 15,19 | 25,87 | 10,41 | 19,38 | 0,57 |
| IDE-TIR | r=0 | r≥1 | 14,75 | 25,87 | 10,98 | 19,38 | 0,59 |
| IDE-TCR | r=0 | r≥1 | 12,62 | 25,87 | 10 ,34 | 19,38 | 0,76 |
| TIR-M ₂ | r=0 | r≥1 | 18,61 | 15,87 | 10 ,74 | 19,38 | 0,3 |
| TCR-M ₂ | r=0 | r≥1 | 15,30 | 25,87 | 11 ,73 | 19,38 | 0,54 |
| TIR-TCR | r=0 | r≥1 | 14,37 | 25,87 | 10 ,02 | 19,38 | 0,62 |

r : nombre des vecteurs de cointégration

Source : établi par nous-même sur la base de résultat d'Eviews

À travers ce tableau, nous avons remarqué que, l'hypothèse nulle est acceptée pour l'ensemble des variables, car « λ trace < Valeur critique à 5% ». Ainsi, les résultats de cointégration sont regroupés dans le tableau suivant :

Tableau N°42: L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en Tunisie

| Couples VAR | Les séries intégrées de même ordre* | Décision |
|--------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| IDE-M ₂ | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TIR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TCR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| TIR-M ₂ | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| TCR-M ₂ | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| TIR-TCR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |

Source : établi par nous-même sur la base des résultats d'Eviews, *voir l'annexe « N° 4 »

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

À travers ce tableau, nous pouvons conclure qu'il n'existe aucun lien d'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux de capitaux. Sachant que, deux séries non cointégrées peuvent présenter une relation de causalité. ¹

5. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en économie Marocaine.

Dans le cas de l'économie marocaine, les trois variables « IDE, TIR, TCR » avaient le même ordre d'intégration. En revanche, la masse monétaire est une variable intégrée en deuxième différence I(2).

Par conséquent, cette dernière variable sera exclue de tout test de cointégration. Par contre, les trois autres variables sont intégrées du même ordre. Donc, le test de cointégration sera possible, le résultat final sera interprété dans le tableau suivant :

Tableau N°43 : Test de cointégration de Johansen (Maroc)

| Couples VAR | H ₀ | H ₁ | λ trace | Valeur critique à 5% | λ Max | Valeur critique à 5% | P-value |
|-------------|----------------|----------------|---------|----------------------|--------|----------------------|---------|
| IDE-TIR | r=0 | r≥1 | 12,54 | 25,87 | 8,41 | 19,38 | 0,77 |
| IDE-TCR | r=0 | r≥1 | 18,81 | 25,87 | 11,92 | 19,38 | 0,29 |
| TIR-TCR | r=0 | r≥1 | 15,61 | 25,87 | 10 ,63 | 19,38 | 0,52 |

r : nombre des vecteurs de cointégration

Source : établi par nous-mêmes sur la base de résultat d'Eviews

À travers ce tableau, toutes les valeurs propres « λ trace » étaient supérieures à la valeur critique à 5%. Donc, il n'existe aucun lien d'équilibre à long terme entre les trois variables. le résultat final sera interprété dans le tableau suivant :

¹ - si X et Y sont intégrées d'ordre 1, I(1), mais non cointégrées, X cause Y seulement si ΔX cause ΔY (seul la corrélation entre les composantes de court terme est pertinente). mais, si X et Y sont intégrées I(1), et cointégrées, il doit exister une relation ou un lien de causalité entre les variables au moins dans un sens.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Tableau N°44 : L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux au Maroc

| Couples VAR | Les séries intégrées de même ordre* | Décision |
|--------------------|-------------------------------------|--|
| IDE-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| IDE-TIR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TCR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| TIR-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TCR-M ₂ | Non | n'est pas favorable pour un test de johansen |
| TIR-TCR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |

Source : établi par nous-mêmes sur la base de résultat d'EvIEWS, *voir l'annexe N°4

Selon le tableau N°37, il n'existe aucune relation de coïntégration entre les variables intégrées du même ordre. Donc, on peut confirmer l'absence de l'équilibre à long terme entre les variables monétaires et financières dans l'économie marocaine.

6. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et les flux de capitaux en économie Libanaise.

Pour le cas du Liban, les quatre séries sont toutes intégrées du même ordre I(1). Par conséquent, on peut utiliser le test de coïntégration (Johansen). les résultats de ce test sont présentés de façon claire dans le tableau suivant:

Tableau N°45 : Test de coïntégration de Johansen (Liban).

| Couples VAR | H ₀ | H ₁ | λ trace | Valeur critique à 5% | λ Max | Valeur critique à 5% | P-value |
|--------------------|----------------|----------------|---------|----------------------|--------|----------------------|---------|
| IDE-M ₂ | r=0 | r≥1 | 11,4 | 25,87 | 7,97 | 19,38 | 0,85 |
| IDE-TIR | r=0 | r≥1 | 17,69 | 25,87 | 14,75 | 19,38 | 0,36 |
| IDE-TCR | r=0 | r≥1 | 36,33 | 25,87 | 32 ,29 | 19,38 | 0,00 |
| TIR-M ₂ | r=0 | r≥1 | 54,22 | 15,87 | 48 ,72 | 19,38 | 0,00 |
| TCR-M ₂ | r=0 | r≥1 | 39,34 | 25,87 | 24 ,56 | 19,38 | 0,00 |
| TIR-TCR | r=0 | r≥1 | 46,9 | 25,87 | 24 ,00 | 19,38 | 0,00 |

r : nombre des vecteurs de coïntégration

Source : établi par nous-même sur la base des résultats d'EvIEWS

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Selon le tableau précédent, nous avons remarqué une relation d'équilibre à long terme d'une part entre les variables suivantes « IDE-TCR », « TIR-M2 », « TCR-M2 » et d'autre part entre « TIR-TCR », puisque la valeur de « λ trace > valeur critique à 5% » pour les quatre variables. Par contre, concernant les autres séries où « λ trace était < valeur critique à 5% », cela signifie une absence de lien à long terme entre ces variables « IDE-M2 » et « IDE-TIR ». Les résultats finals pour le cas du Liban sont présentés dans le tableau suivant:

Tableau N°46 : L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et Les flux de capitaux au Liban

| Couples VAR | Les séries intégrées de même ordre* | Décision |
|--------------------|--|---|
| IDE-M ₂ | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TIR | Oui | Aucun lien d'équilibre à long terme |
| IDE-TCR | Oui | Il y a un lien d'équilibre à long terme |
| TIR-M ₂ | Oui | Il y a un lien d'équilibre à long terme |
| TCR-M ₂ | Oui | Il y a un lien d'équilibre à long terme |
| TIR-TCR | Oui | Il y a un lien d'équilibre à long terme |

*voire l'annexe N°4

Source : établi par nous-mêmes sur la base des résultats d'Eviews

À travers ce tableau, nous avons remarqué un lien d'équilibre à long terme entre les flux de capitaux et le taux de change réel « au moins un vecteur de cointégration ». Donc, cela implique au moins une causalité unilatérale entre les deux variables, la même remarque s'applique pour les autres variables cointégrées.

Chapitre 5: Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux.

Conclusion

Le présent chapitre a pour objectif d'éclairer la relation qui peut exister entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux, notamment les investissements directs étrangers. Nous avons commencé par la justification de la méthode utilisée, en suivant leur hiérarchie « test de la racine unitaire, causalité à court terme, causalité à long terme et enfin coïntégration ».

En répondant à la deuxième hypothèse, notre étude empirique confirme l'absence de causalité à court terme entre les variables monétaires et financières pour l'ensemble des pays concerné par l'étude. Par contre, concernant la causalité à long terme, nous avons remarqué certains liens de causalité bidirectionnelle entre deux variables « la masse monétaire et les investissements direct étrangers », pour le cas de la Jordanie, le Liban et la Tunisie. Ainsi, il existe également une causalité unidirectionnelle pour les mêmes variables dans le cas de « l'Egypte, Jordanie, Maroc et la Tunisie ».

Enfin, pour tester « l'existence ou l'absence » d'un lien d'équilibre à long terme entre les variables d'études, notre démarche empirique confirme l'absence de ce lien pour l'ensemble des pays de l'échantillon. Sauf dans le cas du Liban, où nous avons remarqué un lien d'équilibre à long terme entre les variables suivantes « IDE-TCR », « TIR-M2 », et « TCR-M2 », et finalement « TIR-TCR ».

Conclusion générale

Conclusion générale

Dans le cadre de cette thèse, nous nous sommes basés sur deux questions essentielles. D'une part, l'impact des flux de capitaux sur la politique monétaire « les canaux traditionnels de la politique monétaire ». D'autre part, comment la libéralisation financière et les évolutions intervenues sur le système financier ont-ils affecté les objectifs finaux de la politique monétaire dans les pays du Sud de la Méditerranée ?

L'analyse développée dans le premier chapitre, nous a permis de montrer l'importance de la politique monétaire et ses principaux instruments et objectifs. En pratique, dans les économies libéralisées, les outils indirects de la politique monétaire sont devenus indispensables.

Le deuxième chapitre est consacré à tout ce qui concerne les régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire. À la fin de ce chapitre, nous avons conclu que la macroéconomie monétaire n'a pas encore fourni les outils qui permettraient de montrer la supériorité d'un régime de change par rapport à l'autre.

Dans le troisième chapitre, nous avons focalisé sur l'étude des relations entre la sphère réelle et financière dans une économie ouverte. Ainsi, à la fin de ce chapitre nous avons conclu que la libéralisation financière peut exercer une influence sur le fonctionnement de la politique monétaire. Par la suite, dans le quatrième chapitre, nous avons effectué une analyse statistique basée sur une méthode appelée Analyse en composantes principales normée « ACP ». Les résultats statistiques confirment l'existence d'une corrélation entre les variables de la libéralisation financière et les objectifs finaux de la politique monétaire. Ce type de lien se trouve parfois positif ou négatif et également fort ou faible.

Le cinquième chapitre est intitulé « Etude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et les flux de capitaux ». Dans ce chapitre, nous avons traité l'aspect économétrique de notre thématique de recherche. Nous avons commencé par la causalité à courte terme qui peut exister entre les variables de la libéralisation financière d'une part, et d'autre part, avec les objectifs intermédiaires de la politique monétaire. Par la suite, nous avons utilisé la méthode de Toda-Yamamoto, pour tester la causalité à long terme. Enfin, le test de coïntégration pour tester l'existence d'un lien d'équilibre à long terme entre les variables.

Conclusion générale

Cette recherche nous a permis de spécifier certaines conclusions importantes, qui sont les suivantes :

- La première conclusion importante indique que, dans ce contexte de libéralisation, la politique monétaire risque de devenir plus complexe à cause de l'incertitude et la grande variation des taux d'intérêt.
- La deuxième conclusion est basée sur les résultats de la corrélation entre les variables monétaires et financières. Ces résultats empiriques ont indiqué les relations suivantes :
 - ✓ une relation positive entre les flux de capitaux « IDE » et la croissance économique et ceci pour l'ensemble des pays de notre échantillon « plus des capitaux assurera une augmentation de PIB ». En revanche, il existe une relation « inverse » ou négative entre les mêmes variables « IDE-PIB » dans le cas de l'économie Algérienne. Donc, il existe une incompatibilité entre l'évolution de la libéralisation financière et les objectifs finaux.
 - ✓ concernant le lien entre les flux de capitaux et l'inflation nous avons remarqué une relation positive entre les deux variables pour l'ensemble des pays étudiés sauf le cas de Maroc. Ce pays a été caractérisé par un lien négatif « une augmentation des IDE, implique une baisse d'inflation et vice versa »
 - ✓ la relation entre les flux de capitaux et l'équilibre externe a été caractérisée par un lien positif pour l'ensemble des pays de notre échantillon « augmentation des IDE entraîne un excédent de balance des paiements ».
 - ✓ la corrélation entre les flux de capitaux et le taux de chômage était négative ce qui signifie qu'une augmentation des IDE impliquera une baisse du taux de chômage et vice versa. le même résultat s'applique à la relation entre le taux d'intérêt réel et les flux de capitaux.
- La troisième conclusion est basée sur les résultats de l'analyse en composantes principales « ACP ». Les résultats peuvent être présentés comme suit :
 - ✓ en ce qui concerne les variables de la politique monétaire, les pays d'ancrage « Maroc, Liban, et Jordanie » sont généralement caractérisés par un taux d'inflation et un taux de chômage relativement faible. Mais d'autre part, un solde déficitaire pour la balance des paiements. En revanche, ces économies

Conclusion générale

ont été caractérisées par un taux d'intérêt réel « TIR » relativement élevé et parallèlement la même remarque concernant le taux de liquidité. Par contre, le montant des flux des capitaux était relativement faible.

- ✓ Par rapport aux pays de flottement dirigé, la situation économique a été caractérisée par un taux d'inflation relativement faible, et un taux de chômage élevé « moyenne de la période ». En revanche, ces mêmes pays ont enregistré un excédent au niveau des balances des paiements. Également, les indicateurs financiers sont caractérisés par des valeurs relativement faibles.
- ✓ Pour les pays de flottement libre, nous avons remarqué une amélioration au niveau de certains indicateurs financiers. Par contre, les pays qui ont appliqué ce type de régime de change n'ont pas maîtrisé l'inflation et le taux de chômage et également l'équilibre externe.

En ce qui concerne l'étude de causalité à court terme, nous avons conclu qu'il existe une causalité à court terme entre le taux de change réel vers le taux d'intérêt réel et cela pour l'ensemble des pays de l'échantillon « sauf le Maroc ». Cependant, la causalité à long terme était plus fréquente par rapport à la causalité à court terme.

En ce qui concerne la cointégration et le lien d'équilibre à long terme entre les variables monétaires et financières, nous concluons les résultats suivants :

- l'absence de lien d'équilibre à long terme entre taux de liquidité en économie et les flux de capitaux, pour l'ensemble des pays de l'échantillon.
- l'absence de lien d'équilibre à long terme entre le taux d'intérêt réel et flux de capitaux pour l'ensemble des pays étudiés.
- l'absence de lien d'équilibre entre le taux de change réel et les flux de capitaux dans l'ensemble des pays étudiés, sauf le cas du Liban, où nous avons trouvé un lien d'équilibre à long terme entre ces deux variables « TRI-IDE ».
- En ce qui concerne les autres variables, nous avons remarqué l'absence de lien d'équilibre à long terme dans tous les pays de l'échantillon. À l'exception le cas de Liban où nous avons trouvé un lien d'équilibre à long terme entre les trois variables suivantes « TIR ; M2 ; TCR ».

Enfin, l'analyse de la cointégration que nous avons réalisée nous a permis de constater que les pays du Sud MED souffrent d'imperfections dans leurs systèmes financiers, et parfois même l'incompatibilité entre les actions de libéralisation financière et la politique macroéconomique. Par conséquent, il est nécessaire de renforcer les mécanismes et les canaux de transmission de la politique monétaire et d'améliorer le perfectionnement des marchés

Conclusion générale

secondaires et monétaires afin de renforcer le niveau d'intégration entre les instruments de la politique monétaire et les indicateurs de la libéralisation financière.

Références bibliographiques

1. OUVRAGES

1.1 OUVRAGES EN FRANCAIS

1. A. Viau, J.M Albertini , l'inflation, 2eme édition, Du Seuil, 1975.
2. ABRAHAM-FROIS Gilbert, introduction à la macroéconomie contemporaine, ECONOMICA, Paris, 2005.
3. AGLIETTA Michel, Macroéconomie, édition la découverte, 5eme édition, Paris, 2009.
4. AGLIETTA Michel. A theory of capitalist regulation: the US experience. London, 1987.
5. BESSON Jean-Louis, Monnaie et Finance, OPU, Alger, 1993.
6. BOURBONNAIS Régis, TERRAZA Michel, Analyse des séries temporelles, DUNOD, 2010.
7. BURDA Michael, WYPLOSEZ Charles, Macroéconomie, une perspective européenne, De Boeck, 3 éditions, Paris.
8. Cadoret, I., Benjamin, C., Martin, F., Herrard, N. & Tanguy, S, Econométrie appliquée : Méthodes, Applications, Corrigés, édition De Boeck University, Bruxelles - 2ème édition, 2004.
9. CHAÏNEAU André, Mécanisme et politique monétaire, 1 ère édition, QUADRIGE, France, 2000.
10. CHRISTIAN Tutin, la pensée monétaire, édition Flammarion, paris, 2010.
11. CLAUDE Daniele, C.D Echaudemaison, et all, dictionnaire d'économie et de sciences sociales, NATHAN, paris, 1993.
12. D'ARVISENET Philippe, les politiques monétaires dans la tempête, Edition Economica, Paris 2014.
13. DE BOYER Jérôme, La pensée monétaire : Histoire et analyse, Éditions Les Solos, 2003.
14. DELEPLACE Ghislain, LAVIALLE Christophe, Histoire de la pensée économique, édition Dunod, 2017.
15. DEMOURGUES Michelle, " macroéconomie monétaire ", ECONOMICA, Paris, 2000.

Références Bibliographiques

16. GENERAUX Jacques, introduction à la politique économique, Edition POINTS, France, 1999.
17. GOUX Jean François, Macroéconomie Monétaire et Financière, théories, institution, politique, 5eme édition, Economica, France 2010.
18. GUILLOCHONS Bernard, KAWECKI Annie, Economie internationale, commerce et macro économie, Dunod, 4 eme édition, Paris, 2003.
19. H.LUNDERT Peter, A.PUGEL Thomas, Economie Internationale, Economica, 1996.
20. KRUGMAN Paul, OBSTFELD Maurice, CAPELLE-BLANCARD Gunther, et al, Economie internationale, édition NH, 8 édition, Paris, 2009.
21. LAMRANI Elmahdi, le système financier marocain en quête d'un nouveau souffle, édition centre Jaques Berque, Maroc, 2015.
22. MISHKIN Frédéric, CYRILLE HAUTCOEUR Pierre, LACOUE-LABARTHE Dominique, et al " Monnaie Banque et marchés financiers ", 9eme édition, PERSON, paris, 2010.
23. N. MANKIW Gregory, Macroéconomie, traduit par jihad C. El Naboulsi, De Boeck, 5eme Edition, 2010.
24. OUFRIHA Fatma Zohra, MENNA Khaled, Ecrits monétaires, édition OPU, 2015.
25. PILUSO Nicolas, Fiches des théories économiques de la monnaie, Ellipses, 2019.
26. PLIHON Dominique, la monnaie et ses mécanismes, La découverte, paris, 2013.
27. ROLAND Gérard, Economie Politique du système soviétique, L'HARMATTAN, 1989.
28. STEMITSIOTIS Loukas, taux de change de référence et système monétaire international, ECONOMICA, 1992.
29. TEMMAR A.Hamid, la transition de l'économie émergente, références théoriques stratégies et politique, OPU, 2011.
30. VOISIN Michel, comprendre la monnaie et les politiques monétaires, 2eme édition, BREAL, 2014.

31. YVES Bernard, COLLI Jean-Claude, Vocabulaire économique et financière, édition du seuil, 3 éditions, 1996.

2. ARTICLES DE REVUES

2.1 ARTICLES EN FRANCAIS

1. ABIDA Zouhier, MOHAMED SGHAIER Imen, afflux de capitaux, taux de change réel et développement financier : évidence empirique pour les pays du Maghreb, Global journal of Management and business research, Volume 11, Novembre 2011.

2. AIT SI SAID Radia, Financement non conventionnel en Algérie : Mesures d'accompagnement et impacts, Revue Algérienne d'Economie et gestion Vol. 14, N° : 01 2020.

3. ALAOUI Myriem, ISMAILI M.Amine El Ayoubi, objectifs et instruments de la politique monétaire, séminaire : théories monétaires, faculte des sciences juridiques économiques et sociales, universite mohammed v, RABAT, 2006.

4. ALLEGRET Jean Pierre, les mouvements de capitaux à destination des pays émergents après les crises financières liée aux Subprimes, développements récents en économie et finances internationales, Paris, 2012.

5. ALLEGRET Jean Pierre, Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux, Revue du CEPII, N 81, 1er trimestre 2000.

6. AMAIRA Bouzid, les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents, 23^{èmes} Journées Internationales d'Economie Monétaire et Financière-LILLE, 22 et 23 juin 2006.

7. AMAIRA Bouzid, Indice de libéralisation financière en Tunisie : Notes et analyses de l'ITCEQ, Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives, N° 47 – 2017.

8. ANTIER Daniel, mouvements internationaux de capitaux à court terme, revue statistique et études financières N°12, 1973.

9. ARROUDJ Halim, Le Système Bancaire Algérien Sur Les Voies De La Modernisation : Quelques éléments D'analyse, Revue algérienne d'économie et gestion, Volume 9, Numéro 2, 2016.

10. ARTUS Patrick, le triangle d'impossibilité et la chine, Revue économie financière, N102, 2011.

11. BAILLIU Jeannine, MURRY John, les régimes de change dans les économies émergentes, Revue de la banque de CANADA, 2003.

12. BELLAL Samir, la regulation monetaire en Algérie (1990 - 2007), Revue du Chercheur, N°08, 2010.

Références Bibliographiques

13. BEN ALI Mohamed samir, libéralisation du compte capital et choix d'un régime de change : quelle portée pour la flexibilité en Tunisie, Revue tiers monde, N°188, Tunisie, Décembre 2006.
14. BEN GAMRA.S , Clévenot. Mickael, libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions , CEPN working paper, université de paris, Vol 13, N 08, 2006.
15. BEN PATTERSON, DAGMARA Sienkiewicz, XAVIER Avila, taux de change et politique monétaire, Parlement Européen N120, Luxembourg, 2001.
16. BEN SALAH Ousama, ALOUI Chaker, BOUAZIZ Tarek, libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique : Cas des pays du sud Méditerranée, Colloque international « ouverture et émergence en Méditerranée », UNECA, Maroc, 2008.
17. BOISSIEU Christian, Mutations et fragilité des systèmes financiers, Revue française d'économie, 1987.
18. BOUKHEZER HAMMICHE Nacira, libéralisation financière et effet sur l'investissement en algérie, revue Monde En developpement, Vol.41 - 2013 /2- N°162.
19. BOUMGHAR Mohamed yazid, libéralisation et épargne des ménages : quel(s) lien(s), Cahier du CREAD N°81-82, 2007.
20. BOURIOUNE Tahar , Impact D'une Politique Monétaire Expansionniste Sur L'inflation En Algérie, Les Cahiers du Cread, vol. 33 - n° 123, 2018.
21. CARLUCCIO Juan, TALLADA- Julio Ramos: L'Argentine après Le défaut : conditions D'accès aux marchés internationaux De Capitaux et choix de politiques économiques " Non conventionnelles", REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE, 2016/4 n° 124.
22. CHAKER Samira, Impacts sociaux de l'ajustement structurel : cas de la Tunisie, Nouvelles pratiques sociales, volume 10, N°01, 1997.
23. CHERNI Abdelbaki, évolution du taux de change du dinar (1961-2000) : une approche par le taux d'équilibre, publiée dans les cahiers de L'IEQ (l'institut d'économie quantitative, Ministère du développement tunisien, 2017.
24. CHOCKRI Adnen, FRIHKA Ibticem, La portée de la politique de ciblage d'inflation: Approche analytique et empirique pour le cas Tunisien, PANOECONOMICUS, Tunisie, 2011.
25. DAHAK Abdennour, KARA Rabah . La gestion des risques au sein des guichets de finance islamique en Algérie: un état des lieux. Biannual Review. décembre 2021.
26. DE BANDT Olivier, FREY Laure, LOISEL Olivier, globalisation, inflation et politique monétaire, Colloque international, Banque de France, Mars 2008.

Références Bibliographiques

27. DESROCHE Brigitte, FRANCIS Michael, épargne, investissement et taux d'intérêt réel mondiaux, Revue de la banque De Canada, Hiver 2006 /2007.
28. DHAFER saïdane, JEDLANE nabil, et all , le secteur bancaire et financier, égyptien post-printemps arabe : les bénéfices des réformes, Revue D'économie Financière, 2019/4 (n°136).
29. ELMKADEM Abdellatif, Mutations financières et politique monétaire au Maroc, critiques économiques N°22 ;2008 .
30. EUNICE N.Egbuna, ONWIODUOKIT .A Emmanuel, MANSARAY Kemoh et al, libéralisation du compte en capital dans la ZIMAO, analyse d'écarts, rapport N°06, institut monétaire de l'Afrique de l'ouest (IMAO), Ghana 2013.
31. HAMAMOUSSE Amina, règle de Taylor et conduite de la politique monétaire en Algérie, strategy and développent review, Volume 08, N°1, 2018.
32. HEURTA Jésus de Soto, L'essai sur la nature de commerce en général de richard Cantillon, la théorie de l'efficience dynamique, 2017.
33. JAIDI Larabi, les systèmes bancaires des pays arabes sud méditerranéens : le financement de la croissance face aux enjeux de la stabilité financière, Revue D'économie financière N°136, 2019.
34. JOBERT Thomas, |rem Zeyneloglu " Peut-On Parler De Déficits Jumeaux Pour La Turquie ?
35. KERZABI Dounya, BENBOUZIANE Mohamed, Crise bancaire et libéralisation financière externe : Une analyse en données de panel sur quelques pays de la zone MENA, revue ELMOGAR, Volume 1 N°1, 2017.
36. KOSHY Mathai, Qu'est-ce que la politique monétaire, Finance et Développement, septembre 2009.
37. LEVASSEUR Valérie, SERRANITO Francisco, y a- t-il- Formation d'une zone yen dans la région Asie-pacifique ? Economie internationale N°66, 2ème trimestre 1996.
38. LOPEZ MEJIA Alejandro, flux massif de capitaux, leurs causes, leurs conséquences et la manière de les gérer, Finance et Développement, Septembre 1999.
39. MAAMERI ASSIA, La crise financière 2008 origine et répercussions, revue droits et sciences sociales, université ziane Achour ELDJALFA, 2018.
40. MARK Stone, HARALD Anderson, ROMAIN Veyrune, Régimes de change, Finance et développement, Mars, 2008..
41. MOITTI Luis, PLIHON Dominique, Libéralisation financière spéculation et crises bancaires, Revue du centre d'études prospectives et d'informations internationales, N°85,1 2001.

Références Bibliographiques

42. MOULEY Sami, Le role des politiques monétaires et la convergence macroéconomique sur le développement des systèmes financiers dans les pays du sud de la Méditerranée, MEDPRO N°. 12/Avril 2012.
43. RENNANE Rabeh, BEN BAYER Habib, Le régime du change en vigueur en Algérie: une expérience d'une cinquantaine d'années, Revue Afak Ilmia, Volume: 15, N°02, Année 2023.
44. SAÏDI N, La renaissance des marchés financiers au Liban, Le commerce du Levant, n°5347, 1er décembre, 1994.
45. SAM Hocine, Développement de la finance islamique en Algérie : état des lieux et décryptages du règlement de la Banque d'Algérie 2020-20, OUVRAGE COLLECTIF, le projet de la finance islamique en Algérie : réalités et perspective, décembre 2022.
46. SARWAT Jahan, AHMED SABER Mahmud, PAPAGEORGIOU Chris, Qu'est-ce que le keynésianisme?, Finances & Développement, Septembre 2014.
47. SEKALI Jamel, BOUZAHZAH Mohamed, système financier marocain vers l'inclusion financière : analyse et recommandations, Revue du contrôle de la comptabilité et de l'audit, Volume 05 N°01, 2021.
48. SOBREIRA Rogério, Innovation financière et investissement. Le cas de la titrisation, Innovations, Cahiers d'économie de l'innovation N°19, 1, 2004.
49. STEMITSIOTIS Loukas, taux de change de référence et système monétaire international, ECONOMICA, 1992.
50. STERDYNIAK Henri, VASSEUR Christian, Encadrement du crédit et politique monétaire, Observations et diagnostics économiques n° 11 /avril 1985.
51. TALAHITE Fatiha, La réforme bancaire et financière en Algérie, Cahier de CREAD, n°52, 2ème trimestre 2000.
52. TURUNC Garip, développement du secteur financier et croissance, le cas des pays Emergents méditerranéens, Revue région et développement, N°10, 1999.
53. WARGUI Mohamed, Les réformes financières au Maroc : séquences et agendas, revue Économies du Maghreb, 2009.
54. YVES Jégourel, TEILETCHE Jérôme, Globalisation financière et autonomie de la politique monétaire : le rôle des contrôles de capitaux, Revue économique Vol 52, N°2, Mars 2001.

2.1 ARTICLES EN ANGLAIS

1. BAKARDZHIEVA Damyana, S BEN NAÇER sami, KAMAR Bassem, the impact of capital and foreign exchange flows on the compétitivités of developing country, IMF Working paper WP/10/154,

Références Bibliographiques

July 2010.

2. CH.y, ineficiencies from financial libéralization in the absence of well-functionning equity markets ,journal of money, Crédit and Banking, Vol 18, N 02, 1987.
3. DIWAN .D , Debt as sweat : labour, financial crisis, and the globalization of capital , World Bank, July 2001.
4. G Kaminsky et S.L Schmukler " short- run pain, long -run gain, financial libéralisation and market cycles " review of finance, N12, 2008.
5. HALI. J Edison , E .WARNOCK Francis, A simple measure of the intensity of capital controls, Journal of Empirical Finance, volume 10, N°1, February 2003.
6. HELDER Ferreira, De.Mendonça, NATALIA Cunha Nascimento , Monetary policy efficiency and macroeconomic stability: do financial openness and economics globalization matter, North American journal of economics and finance, May 2018.
7. M.D. Chinn, H.ito " what matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions, NBER, working paper N 11370, Cambridge, 2005.
8. MURAT Ucer, notes on financial liberalization , proceeding of the séminar , Macro-economic management: new méthodes and current policy issues , turkey, 2000.
9. NDANU Musyoka, KENNEDY N.Ocharo, real interest rate; inflation; exchange rate; competitiveness and foreign direct investment in Kenya, American Journal of economics, Vol 3, N°1, 2018.
10. PATABENDIGE. S, SAMARATH. S, financial liberalization à fourth generation thought, global journal of business research, N 9, 2015.
11. R.Mc Kinnon , Money and Capital in economic development, Brooking institution, wachington, 1973.
12. SAYONG KIM, DOO YONG Yang, the impact of capital inflows on emerging East Asian Economics, is Too Much Money Chasing too little good, working paper of Asian Development Bank, May 2008.
13. Stephen M. Goldfeld , Daniel E. Sichel, the demand for mony, Handbook of monetary Economics, Volume 1 (Amesterdam: North -Holland, 1990.

3. THESESES

3.1 THESE EN FRANÇAIS

1. ALLIMI Kawther ;Essais sur la politique monétaire en Tunisie dans un cadre d'équilibre général dynamique stochastique, thèse de Doctorat en sciences économiques, Université d'Orléans, 2019.
2. AOUDIA Kahina, Efficacité de la politique monétaire en Algérie : une appréciation critique, thèse de Doctorat en Sciences Economiques, université Mouloud Mammeri Tizi Ouzou.

Références Bibliographiques

3. BEJI Samouel, Le développement financier pour les pays du sud de la Méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière, thèse de doctorat en sciences économiques, L'UNIVERSITÉ PARIS XIII, 2009
4. BENTAHAR Nawel, les conditions préalables au succès de la libéralisation financière : application aux pays du Maghreb et du Machrek Arabes, thèse de doctorat en sciences économiques, Université d'Auvergne Clermont 1, France, 2005.
5. BRACK Estelle, l'économie tunisienne entre ajustement et intégration (1986-1995), thèse doctorat en sciences économiques, université précédent Panthéon-Assas, PARIS, 1997.
6. DIANG BARRY Mamadou, Développement financier et croissance économique: études théoriques et applications sur l'UEMOA et la CEDEAO, thèse de Doctorat en Science économique, CARNOT-PASTEUR, France, 2012.
7. FATTOUM Asma, " Politique Monétaire et gestion Macro-économique des entrées de capitaux ", thèse de doctorat en sciences économiques, université Louis Lumière- Lyon2, 2005.
8. FONTANEL Jacques, La Théorie quantitative de la monnaie, thèse de doctorat en sciences économique, Université des Sciences Sociales de Grenoble, France, 1988.
9. GRITLI Mohamed Ilyes, Libéralisation du compte capital, développement financier et croissance économique, thèse de Doctorat en sciences économiques, Université L'UNIVERSITE DE TUNIS EL MANAR, 2017.
10. MOHAMED CHEIK Hamidou, Excès de liquidité monétaire, objectif d'inflation et stabilité financière ", Thèses Doctorat en sciences Economiques, Université de RENNES 01, février 2013.
11. LAHIMER Mahjouba zaiter " l'impact des entrées de capitaux privées sur la croissance économique dans les pays en développement ", thèse doctorat en sciences économiques, université de Paris DAUPHINE, 2011.
12. LAJILI Oualid, Libéralisation financière ; ouverture politique et croissance économique dans les pays en voie de développement, Thèse doctorat en sciences économiques, Université de Toulon et Université de Sousse, Mai 2015.
13. MOMAR Diop, Étude critique de la théorie quantitative de la monnaie dans l'histoire des crises des prix, thèse doctorat en sciences économiques, Université de Bourgogne, France, 2014.
14. NDONG Benjamin, Marché Boursiers émergents et problématique de l'efficience thèse Doctorat en sciences économiques, université de Franche-Comté, 2007.
15. THAALBI Ines, Déterminants et impacts des IDE sur la croissance économique en Tunisie, thèse de Doctorat en sciences économiques, Université de Strasbourg, 2013.

4. RAPPORTS

1. Annual Report on exchange Arrangements and Exchange restriction, 1990 to 2017.
2. Annual Report, CENTRAL BANK OF JORDAN, 2000.
3. Bulletin de la banque de France, N°14, février 1995.
4. CNUCED, FMI - IFS.
5. Colloque international: globalisation, inflation et politique monétaire, Banque de France, Mars 2008.
6. La balance des paiements et la position extérieure de la France, Banque de France, 2015.
7. Manuel du FMI, 5eme Edition.
8. Rapport OCDE, 1985.
9. OLIVIER Loisel, JEAN-STEPHANE Mésonnier, les mesures non conventionnelles de politique monétaire, Banque de France, Focus N°4 , 2009.
10. Perspectives économiques régionales,FMI, 2005-2018.
11. R.WHITE William, la globalisation et les déterminants de l'inflation interne, colloque international : Globalisation, inflation et politique monétaire, Banque de France, Mars 2008.
12. Rapport annuel, BCE, 2002/2003.
13. Rapport de la banque africaine de développement, juin 2006.
14. Rapport d'évaluation, Banque africaine de développement.
15. Rapport du FMI N°. 16/35, Février 2016.
16. Rapport Sur la Supervision Bancaire 2015, banque centrale de Tunisie.
17. Rapports UBM 2016/2017.
18. Rapports annuels, Banque d'Algérie, 2005-2013.
19. Rapports de BCT 1995-2019.
20. Rapports de FMI 2000-2020.

ANNEXES

Liste des annexes

ANNEXE 1: stationnarité

ANNEXE 2 tableaux des données

ANNEXE 3: Granger causalité

ANNEXE 4: Nombre optimal de retards

ANNEXES

ANNEXE 1 (stationnarité)

| ALGERIE | | niveau | | | | différence première | | | | différence Deuxieme | | | | décision |
|---------|--------|---------|-----------|-------------|---------|---------------------|-----------|-------------|---------|---------------------|----------|-------------|---------|----------|
| VAR | Modèle | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | |
| IDE | I | 5 | -3.597589 | -3.632896 | 0.0535 | 0 | -7.817015 | -3.595026 | 0.0000 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -2.228146 | -2.976263 | 0.2015 | 0 | -7.939893 | -2.981038 | 0.0000 | | | | | |
| | III | 1 | -0.558458 | -1.954414 | 0.4654 | 0 | -8.037692 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TIR | I | 0 | -4.005775 | -3.587527 | 0.0209 | | | | | | | | | D(0) |
| | II | 0 | -3.473968 | -2.976263 | 0.0169 | | | | | | | | | |
| | III | | -3.560761 | -1.953858 | 0.0009 | | | | | | | | | |
| M2 | I | 0 | -3.417733 | -3.587527 | 0.0700 | 0 | -4.970386 | -3.595026 | 0.0025 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -0.664171 | -2.976263 | 0.8394 | 0 | -5.069753 | -2.981038 | 0.0004 | | | | | |
| | III | 0 | 0.355642 | -2.653401 | 0.7804 | 0 | -5.008271 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TCR | I | 0 | -7.632060 | -3.587527 | 0.0000 | | | | | | | | | D(0) |
| | II | 0 | -6.254022 | -2.976263 | 0.0000 | | | | | | | | | |
| | III | 0 | -2.004283 | -1.953858 | 0.0449 | | | | | | | | | |

| TUNISIE | | niveau | | | | différence première | | | | différence Deuxieme | | | | décision |
|---------|--------|---------|-----------|-------------|---------|---------------------|-----------|-------------|---------|---------------------|----------|-------------|---------|----------|
| VAR | Modèle | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | |
| IDE | I | 1 | -1.513413 | -3.595026 | 0.7985 | 0 | -9.485865 | -3.595026 | 0.0000 | | | | | D(I) |
| | II | 1 | -1.769006 | -2.981038 | 0.3866 | 0 | -9.495299 | -2.981038 | 0.0000 | | | | | |
| | III | 1 | -0.610580 | -1.954414 | 0.4431 | 0 | -9.654478 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TIR | I | 0 | -5.535252 | -3.587527 | 0.0006 | 0 | -10.80738 | -3.595026 | 0.0000 | | | | | D(I) |
| | II | 1 | -0.733819 | -2.981038 | 0.8209 | 0 | -11.07554 | -2.981038 | 0.0000 | | | | | |
| | III | 1 | -1.665341 | -1.954414 | 0.0898 | 0 | -10.68194 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| M2 | I | 2 | -2.595703 | -3.603202 | 0.2849 | 0 | -3.547694 | -3.595026 | 0.0549 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | 0.824201 | -2.976263 | 0.9926 | 0 | -3.400919 | -2.981038 | 0.0203 | | | | | |
| | III | 0 | 2.153388 | -1.953858 | 0.9905 | 0 | -2.905986 | -1.954414 | 0.0054 | | | | | |
| TCR | I | 2 | -1.538511 | -3.603202 | 0.7881 | 0 | -4.565894 | -3.595026 | 0.0063 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -0.039762 | -2.976263 | 0.9465 | 0 | -4.707319 | -2.981038 | 0.0009 | | | | | |
| | III | 0 | -1.920389 | -1.953858 | 0.0537 | 1 | -2.406701 | -1.955020 | 0.0183 | | | | | |

ANNEXES

| MAROC | | | niveau | | | | différence première | | | différence première | | | | |
|-------|--------|---------|-----------|-------------|---------|---------|---------------------|-------------|---------|---------------------|-----------|-------------|---------|----------|
| VAR | Modèle | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | décision |
| IDE | I | 3 | -5.355247 | -3.612199 | 0.0012 | 5 | -4.161395 | -3.644963 | 0.0185 | | | | | D(I) |
| | II | 1 | -1.327533 | -2.981038 | 0.6011 | 5 | -4.480086 | -3.012363 | 0.0022 | | | | | |
| | III | 1 | 0.207966 | -1.954414 | 0.7386 | 0 | -12.00363 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TIR | I | 2 | -2.268252 | -3.603202 | 0.4346 | 0 | -6.333379 | -3.595026 | 0.0001 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -2.141418 | -2.976263 | 0.2311 | 0 | -6.396067 | -2.981038 | 0.0000 | | | | | |
| | III | 0 | -1.353317 | -1.953858 | 0.1589 | 0 | -6.528099 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| M2 | I | 0 | -1.039365 | -3.587527 | 0.9210 | 0 | -4.814778 | -3.595026 | 0.0036 | 0 | -10.46422 | -3.603202 | 0.0000 | D(II) |
| | II | 0 | -0.769510 | -2.976263 | 0.8117 | 0 | -4.822873 | -2.981038 | 0.0007 | 0 | -10.68918 | -2.986225 | 0.0000 | |
| | III | 0 | 3.608281 | -1.953858 | 0.9997 | 1 | -1.488724 | -1.955020 | 0.1250 | 0 | -10.91779 | -1.955020 | 0.0000 | |
| TCR | I | 1 | -2.937546 | -3.595026 | 0.1678 | 1 | -5.641161 | -3.603202 | 0.0006 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -1.729147 | -2.976263 | 0.4059 | 1 | -5.348586 | -2.986225 | 0.0002 | | | | | |
| | III | 2 | -0.293702 | -1.955020 | 0.5698 | 1 | -5.453184 | -1.955020 | 0.0000 | | | | | |

| JORDANIE | | | niveau | | | | différence première | | | différence première | | | | |
|----------|--------|---------|-----------|-------------|---------|---------|---------------------|-------------|---------|---------------------|-----------|-------------|---------|----------|
| VAR | Modèle | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | décision |
| IDE | I | 0 | -1.833534 | -3.587527 | 0.6602 | 0 | -4.705185 | -3.595026 | 0.0046 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -1.433705 | -2.976263 | 0.5509 | 0 | -4.773243 | -2.981038 | 0.0008 | | | | | |
| | III | 0 | -0.536346 | -1.953858 | 0.4751 | 0 | -4.799842 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TIR | I | 1 | -1.966452 | -3.595026 | 0.5916 | 0 | -10.61394 | -3.595026 | 0.0000 | | | | | D(I) |
| | II | 1 | -1.690752 | -2.981038 | 0.4240 | 0 | -10.83837 | -2.981038 | 0.0000 | | | | | |
| | III | 1 | -0.608560 | -1.954414 | 0.4439 | 0 | -11.02517 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| M2 | I | 6 | -3.095021 | -3.644963 | 0.1328 | 3 | -1.828526 | -3.622033 | 0.6576 | 2 | -6.388147 | -3.622033 | 0.0001 | D(II) |
| | II | 0 | -1.764411 | -2.976263 | 0.3892 | 0 | -6.001513 | -2.981038 | 0.0000 | 2 | -6.350138 | -2.998064 | 0.0000 | |
| | III | 0 | -0.275989 | -1.953858 | 0.5771 | 0 | -6.101494 | -1.954414 | 0.0000 | 2 | -6.474797 | -1.956406 | 0.0000 | |
| TCR | I | 1 | -2.231977 | -3.595026 | 0.4536 | 0 | -5.358298 | -3.595026 | 0.0010 | | | | | D(I) |
| | II | 1 | -2.910625 | -2.981038 | 0.0577 | 0 | -5.066274 | -2.981038 | 0.0004 | | | | | |
| | III | 1 | -0.624947 | -1.954414 | 0.4368 | 0 | -5.158083 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |

ANNEXES

| EGYPTE | | | niveau | | | | différence première | | | différence première | | | | |
|--------|--------|---------|-----------|-------------|---------|---------|---------------------|-------------|---------|---------------------|-----------|-------------|---------|----------|
| VAR | Modèle | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | décision |
| IDE | I | 0 | -2.485970 | -3.587527 | 0.3317 | 0 | -5.592071 | -3.595026 | 0.0006 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -1.697395 | -2.976263 | 0.4212 | 0 | -5.715590 | -2.981038 | 0.0001 | | | | | |
| | III | 0 | -0.810694 | -1.953858 | 0.3554 | 0 | -5.744766 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TIR | I | 0 | -3.409280 | -3.587527 | 0.0711 | 1 | -5.759823 | -3.603202 | 0.0004 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -2.695030 | -2.976263 | 0.0879 | 1 | -5.581314 | -2.986225 | 0.0001 | | | | | |
| | III | 0 | -2.028647 | -1.953858 | 0.0426 | 1 | -5.718126 | -1.955020 | 0.0000 | | | | | |
| M2 | I | 5 | -3.990242 | -3.632896 | 0.0249 | 0 | -4.575346 | -3.595026 | 0.0061 | | | | | D(I) |
| | II | 3 | -4.680315 | -2.991878 | 0.0011 | 0 | -4.577338 | -2.981038 | 0.0013 | | | | | |
| | III | 0 | 0.214539 | -1.953858 | 0.7409 | 0 | -4.693139 | -1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TCR | I | 1 | -2.656945 | -3.595026 | 0.2606 | 0 | -1.818463 | -3.595026 | 0.6665 | 0 | -4.651308 | -3.603202 | 0.0054 | D(II) |
| | II | 1 | -3.112628 | -2.981038 | 0.0380 | 0 | -1.740803 | -2.981038 | 0.4000 | 0 | -4.532791 | -2.986225 | 0.0015 | |
| | III | 1 | -0.834503 | -1.954414 | 0.3447 | 0 | -1.847620 | -1.954414 | 0.0624 | 0 | -4.556046 | -1.955020 | 0.0001 | |

| LIBAN | | | niveau | | | | différence première | | | différence première | | | | |
|-------|--------|---------|-----------|-------------|---------|---------|---------------------|-------------|---------|---------------------|----------|-------------|---------|----------|
| VAR | Modèle | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | retards | ADF stat | v- critique | P-value | décision |
| IDE | I | 0 | -1.492518 | -3.587527 | 0.8071 | 0 | 6.535375 | 3.595026 | 0.0001 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | -1.457141 | -2.976263 | 0.5395 | 0 | 6.430304 | 2.981038 | 0.0000 | | | | | |
| | III | 0 | -0.139030 | -1.953858 | 0.6265 | 0 | 6.305972 | 1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TIR | I | 6 | -2.263900 | -3.644963 | 0.4336 | 0 | 5.321440 | 3.595026 | 0.0011 | | | | | D(I) |
| | II | 6 | -2.428595 | -3.012363 | 0.1464 | 0 | 5.486899 | 2.981038 | 0.0001 | | | | | |
| | III | 6 | -1.582047 | -1.958088 | 0.1049 | 0 | 5.605157 | 1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| M2 | I | 0 | -4.393159 | -3.587527 | 0.0089 | 0 | 7.133720 | 3.595026 | 0.0000 | | | | | D(I) |
| | II | 0 | 0.032559 | -2.976263 | 0.9538 | 0 | 7.758865 | 2.981038 | 0.0000 | | | | | |
| | III | 1 | 2.925985 | -1.954414 | 0.9984 | 0 | 6.091689 | 1.954414 | 0.0000 | | | | | |
| TCR | I | 1 | -5.004984 | -3.595026 | 0.0023 | 0 | 5.181794 | 3.595026 | 0.0015 | | | | | D(I) |
| | II | 1 | -5.839040 | -2.981038 | 0.0001 | 0 | 4.536623 | 2.981038 | 0.0014 | | | | | |
| | III | 1 | 1.404219 | -1.954414 | 0.9560 | | 3.793173 | 1.954414 | 0.0005 | | | | | |

ANNEXES

ANNEXE 2 : tableaux des données

| tab N 1 | algérie | | | | | | | | |
|---------|-----------|-------|------|------|--------|--------|---------|--------------|--|
| Année | BP | CH% | PIB% | INF | TIR | M2/PIB | CSP/PIB | IDE (inward) | |
| 1998 | -1530,00 | 26,70 | 5,10 | 4,95 | 15,10 | 42,38 | 4,56 | 606,60 | |
| 1999 | -2420,00 | 28,31 | 3,20 | 2,65 | -0,10 | 42,21 | 5,39 | 291,60 | |
| 2000 | 7570,00 | 29,77 | 3,82 | 0,34 | -10,32 | 37,83 | 5,97 | 280,10 | |
| 2001 | 6190,00 | 27,30 | 3,01 | 4,23 | 10,03 | 56,85 | 8,01 | 1113,11 | |
| 2002 | 3650,00 | 25,90 | 5,61 | 1,42 | 7,18 | 62,72 | 12,20 | 1065,00 | |
| 2003 | 7470,00 | 23,72 | 7,20 | 4,27 | -0,19 | 62,82 | 11,22 | 637,88 | |
| 2004 | 9250,00 | 17,65 | 4,30 | 3,96 | -3,78 | 59,27 | 11,00 | 881,85 | |
| 2005 | 16940,00 | 15,27 | 5,91 | 1,38 | -6,99 | 53,83 | 11,93 | 1145,34 | |
| 2006 | 17730,00 | 12,27 | 1,68 | 2,31 | -2,32 | 57,28 | 12,12 | 1888,17 | |
| 2007 | 29550,00 | 13,79 | 3,37 | 3,67 | 1,48 | 64,09 | 12,99 | 1743,33 | |
| 2008 | 36990,00 | 11,33 | 2,36 | 4,86 | -6,38 | 62,99 | 12,80 | 2631,71 | |
| 2009 | 3860,00 | 10,16 | 1,63 | 5,73 | 21,61 | 73,16 | 16,27 | 2753,76 | |
| 2010 | 15320,00 | 9,96 | 3,63 | 3,91 | -6,96 | 69,05 | 15,21 | 2301,23 | |
| 2011 | 20060,00 | 9,96 | 2,89 | 4,52 | -8,66 | 68,06 | 13,72 | 2580,35 | |
| 2012 | 12136,00 | 10,97 | 3,37 | 8,89 | 0,48 | 67,95 | 14,03 | 1499,42 | |
| 2013 | -2366,00 | 9,82 | 2,77 | 3,25 | 8,07 | 71,73 | 16,50 | 1684,00 | |
| 2014 | -4371,00 | 10,60 | 3,79 | 2,92 | 8,31 | 79,31 | 18,35 | 1506,73 | |
| 2015 | -26781,00 | 11,20 | 3,76 | 4,78 | 15,60 | 82,05 | 21,71 | -584,00 | |
| 2016 | -28140,00 | 10,20 | 3,30 | 6,40 | 7,05 | 79,37 | 22,86 | 1635,00 | |
| 2017 | -28140,00 | 10,13 | 1,70 | 5,59 | 1,12 | 79,12 | 24,77 | 1203,00 | |
| moy alg | 4648,40 | 16,25 | 3,62 | 4,00 | 2,52 | 63,60 | 13,58 | 1343,21 | |

| tab N2 | tunisie | | | | | | | | |
|--------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|----------|--------------|--|
| Année | BP | CH% | PIB% | INF | TIR | M2/PIB | CSP/PIB | IDE (inward) | |
| 1998 | -187 | 15,95 | 4,78 | 3,13 | 3,73 | 43,76 | 59,91 | 668,10 | |
| 1999 | 660,2 | 16,00 | 6,05 | 2,69 | 3,29 | 47,46 | 59,47 | 367,90 | |
| 2000 | -222,7 | 15,70 | 4,71 | 2,96 | 2,98 | 50,09 | 59,99 | 779,47 | |
| 2001 | 260,7 | 15,10 | 3,80 | 1,98 | 4,00 | 54,96 | 61,51 | 486,55 | |
| 2002 | 152,8 | 15,30 | 1,32 | 2,72 | 3,00 | 54,68 | 62,30 | 820,83 | |
| 2003 | 410,8 | 14,51 | 4,70 | 2,71 | 2,50 | 53,27 | 60,75 | 583,64 | |
| 2004 | 1014,9 | 14,24 | 6,24 | 3,63 | 1,50 | 52,48 | 58,95 | 639,12 | |
| 2005 | 936,7 | 12,87 | 3,49 | 2,02 | 3,00 | 54,11 | 58,29 | 783,09 | |
| 2006 | 2086,1 | 12,51 | 5,24 | 4,49 | 1,00 | 55,34 | 57,33 | 3307,99 | |
| 2007 | 689,7 | 12,36 | 6,71 | 3,42 | 2,00 | 57,59 | 57,85 | 1616,25 | |
| 2008 | 1667,7 | 12,44 | 4,24 | 4,92 | 0,58 | 58,87 | 59,89 | 2758,62 | |
| 2009 | 1633,5 | 13,29 | 3,04 | 3,52 | 1,25 | 62,58 | 62,25 | 1687,81 | |
| 2010 | -191 | 13,05 | 3,51 | 4,42 | 0,09 | 65,08 | 69,11 | 1512,51 | |
| 2011 | -1667 | 18,33 | -1,92 | 3,54 | 0,96 | 69,73 | 76,49 | 1147,91 | |
| 2012 | 1388 | 17,63 | 4,00 | 5,14 | -1,63 | 69,07 | 76,26 | 1603,19 | |
| 2013 | 2787 | 15,93 | 2,88 | 5,80 | -1,30 | 68,71 | 76,96 | 1116,54 | |
| 2014 | -1537 | 15,06 | 2,97 | 4,94 | -0,15 | 68,98 | 78,04 | 1063,80 | |
| 2015 | 1336,8 | 15,22 | 1,15 | 4,86 | -0,65 | 69,40 | 79,35 | 1002,74 | |
| 2016 | 7610,9 | 15,51 | 1,11 | 3,71 | 0,55 | 70,25 | 81,65 | 885,00 | |
| 2017 | 12291 | 15,38 | 1,96 | 5,33 | -0,50 | 72,97 | 86,24 | 879,55 | |
| moy | 1556,1 | 14,819 | 3,4991 | 3,7965 | 1,31 | 59,97 | 67,12944 | 1185,5292 | |

ANNEXES

| tab N3 | Maroc | | | | | | | |
|--------|--------|-------|-------|------|-------|--------|---------|--------------|
| Année | BP | CH% | PIB% | INF | TIR | M2/PIB | CSP/PIB | IDE (inward) |
| 1998 | 247,4 | 19,12 | 7,24 | 2,75 | 13,06 | 60,99 | 41,99 | 400,24 |
| 1999 | 1627 | 13,94 | 1,08 | 0,68 | 12,86 | 66,14 | 45,52 | 1380,42 |
| 2000 | -409,4 | 13,58 | 1,91 | 1,89 | 14,16 | 70,91 | 48,59 | 421,96 |
| 2001 | 3762 | 12,46 | 7,32 | 0,62 | 12,52 | 77,54 | 42,60 | 2807,06 |
| 2002 | 637,7 | 11,59 | 3,12 | 2,80 | 11,77 | 81,96 | 41,51 | 480,69 |
| 2003 | 1643 | 11,92 | 5,96 | 1,17 | 11,38 | 82,55 | 40,58 | 2314,47 |
| 2004 | 1835 | 10,83 | 4,80 | 1,49 | 10,16 | 84,32 | 40,69 | 894,56 |
| 2005 | 2924 | 11,01 | 3,29 | 0,98 | 2,54 | 92,02 | 44,03 | 1653,99 |
| 2006 | 3497 | 9,67 | 7,57 | 3,28 | 0,39 | 99,47 | 46,49 | 2449,45 |
| 2007 | 1481 | 9,56 | 3,53 | 2,04 | 1,63 | 109,02 | 55,55 | 2804,50 |
| 2008 | 195,8 | 9,57 | 5,92 | 3,71 | 0,20 | 111,57 | 60,69 | 2487,09 |
| 2009 | -1214 | 9,10 | 4,24 | 0,99 | 2,82 | 114,36 | 63,30 | 1951,71 |
| 2010 | 2475 | 9,06 | 3,82 | 0,99 | 2,70 | 113,67 | 66,86 | 1573,86 |
| 2011 | 2633 | 8,91 | 5,25 | 0,91 | 2,85 | 115,76 | 70,45 | 2568,43 |
| 2012 | 3683 | 8,99 | 3,01 | 1,29 | 2,54 | 117,02 | 71,64 | 2728,36 |
| 2013 | -673,5 | 9,23 | 4,54 | 1,87 | 2,04 | 113,91 | 68,21 | 3298,10 |
| 2014 | 934,4 | 9,70 | 2,67 | 0,44 | 3,45 | 117,60 | 68,31 | 3561,24 |
| 2015 | 539,1 | 9,66 | 4,55 | 1,56 | 2,24 | 116,88 | 63,82 | 3254,80 |
| 2016 | 1631 | 9,40 | 1,22 | 1,64 | 1,82 | 118,33 | 63,99 | 2157,15 |
| 2017 | 1050 | 9,33 | 4,10 | 0,75 | 2,37 | 120,26 | 62,99 | 2651,40 |
| moy | 1425 | 10,83 | 4,257 | 1,59 | 5,67 | 99,214 | 55,3914 | 2091,97 |

| tab N 4 | jordanie | | | | | | | |
|---------|----------|-------|------|-------|-------|---------|---------|--------------|
| Année | BP | CH% | PIB% | INF | TIR | M2/PIB | CSP/PIB | IDE (inward) |
| 1998 | 178,8 | 13,50 | 2,99 | 3,09 | 6,22 | 96,82 | 69,13 | 310,01 |
| 1999 | 491,8 | 13,43 | 3,41 | 0,61 | 12,78 | 108,58 | 71,40 | 156,40 |
| 2000 | 445,1 | 13,70 | 4,25 | 0,67 | 12,26 | 112,56 | 72,09 | 913,26 |
| 2001 | -470 | 14,70 | 5,27 | 1,77 | 10,08 | 114,69 | 75,71 | 273,62 |
| 2002 | 655,7 | 15,30 | 5,78 | 1,83 | 9,17 | 116,66 | 72,74 | 238,22 |
| 2003 | 986,7 | 14,50 | 4,16 | 1,63 | 7,00 | 127,86 | 70,80 | 546,97 |
| 2004 | -39,9 | 14,55 | 8,57 | 3,36 | 5,01 | 126,19 | 74,70 | 936,81 |
| 2005 | 174,2 | 14,80 | 8,15 | 3,49 | 5,49 | 138,88 | 88,09 | 1984,49 |
| 2006 | 1696 | 14,00 | 8,09 | 6,25 | -2,24 | 131,02 | 91,77 | 3544,01 |
| 2007 | 310,7 | 13,10 | 8,18 | 4,74 | 3,45 | 129,62 | 91,63 | 2622,14 |
| 2008 | -1168 | 12,70 | 7,23 | 13,97 | -9,04 | 122,11 | 80,88 | 2826,26 |
| 2009 | 1957 | 12,90 | 5,48 | -0,74 | 6,24 | 139,94 | 75,53 | 2413,10 |
| 2010 | 1470 | 12,50 | 2,31 | 4,84 | 0,55 | 137,78 | 73,16 | 1688,59 |
| 2011 | -1163 | 12,90 | 2,59 | 4,17 | 2,19 | 129,65 | 73,53 | 1485,92 |
| 2012 | -3789 | 12,20 | 2,65 | 4,52 | 4,10 | 118,39 | 72,90 | 1548,31 |
| 2013 | 381 | 12,60 | 2,83 | 4,82 | 3,23 | 124,46 | 72,33 | 1946,76 |
| 2014 | 2305 | 11,90 | 3,10 | 2,90 | 5,36 | 125,28 | 70,22 | 2178,45 |
| 2015 | 574 | 13,07 | 2,39 | -0,88 | 6,07 | 125,94 | 70,25 | 1600,28 |
| 2016 | 580 | 15,27 | 2,00 | -0,78 | 7,04 | 121,88 | 75,11 | 1552,96 |
| 2017 | 141,3 | 14,92 | 1,97 | 3,32 | 7,04 | 121,88 | 75,11 | 1664,79 |
| moy | 285,9 | 13,63 | 4,57 | 3,18 | 5,099 | 123,508 | 75,854 | 1521,57 |

ANNEXES

| tab N 5 | Egypte | | | | | | | |
|---------|-----------|-------|------|-------|-------|--------|---------|--------------|
| Année | BP | CH% | PIB% | INF | TIR | M2/PIB | CSP/PIB | IDE (inward) |
| 1998 | -535,40 | 8,03 | 4,04 | 3,87 | 8,78 | 77,03 | 46,56 | 1075,50 |
| 1999 | -4027,40 | 7,95 | 6,11 | 3,08 | 11,99 | 76,04 | 52,00 | 1065,30 |
| 2000 | -1306,60 | 8,98 | 5,37 | 2,68 | 7,89 | 76,74 | 51,95 | 1235,40 |
| 2001 | -518,10 | 9,26 | 3,54 | 2,27 | 11,21 | 82,38 | 54,93 | 509,90 |
| 2002 | 56,10 | 10,01 | 2,37 | 2,74 | 10,28 | 87,84 | 54,66 | 646,90 |
| 2003 | 269,10 | 11,01 | 3,19 | 4,51 | 6,33 | 96,68 | 53,90 | 237,40 |
| 2004 | 680,00 | 10,30 | 4,09 | 11,27 | 1,52 | 96,68 | 54,04 | 2157,40 |
| 2005 | 6315,00 | 11,20 | 4,48 | 4,87 | 6,53 | 97,14 | 51,17 | 5375,60 |
| 2006 | 3607,00 | 10,49 | 6,85 | 7,64 | 4,89 | 97,39 | 49,29 | 10042,80 |
| 2007 | 5463,00 | 8,80 | 7,09 | 9,32 | -0,08 | 96,21 | 45,52 | 11578,10 |
| 2008 | 1787,00 | 8,52 | 7,16 | 18,32 | 0,11 | 88,40 | 42,80 | 9494,60 |
| 2009 | -179,50 | 9,09 | 4,67 | 11,76 | 0,71 | 83,16 | 36,09 | 6711,60 |
| 2010 | 1276,50 | 11,85 | 5,15 | 11,27 | 0,82 | 80,75 | 33,07 | 6385,60 |
| 2011 | -18331,00 | 11,85 | 1,78 | 10,05 | -0,55 | 75,79 | 31,15 | -483,00 |
| 2012 | -3824,00 | 12,60 | 2,22 | 7,12 | -6,27 | 69,72 | 27,39 | 6031,00 |
| 2013 | 2787,00 | 13,15 | 2,19 | 9,42 | 3,29 | 74,61 | 26,22 | 4256,00 |
| 2014 | -1537,00 | 13,10 | 2,92 | 10,14 | 0,41 | 75,44 | 25,61 | 4612,00 |
| 2015 | 1336,80 | 13,05 | 4,37 | 10,36 | 1,54 | 77,99 | 26,32 | 6925,20 |
| 2016 | 7610,90 | 12,41 | 4,35 | 13,81 | 6,92 | 98,14 | 34,13 | 8106,80 |
| 2017 | 12291,00 | 12,08 | 4,18 | 29,50 | -3,87 | 92,30 | 28,52 | 7391,70 |
| moy | 661,02 | 10,69 | 4,30 | 9,20 | 3,62 | 85,02 | 41,27 | 4667,79 |

| tab 6 | liban | | | | | | | |
|-------|----------|------|-------|-------|-------|--------|---------|--------------|
| Année | BP | CH% | PIB% | INF | TIR | M2/PIB | CSP/PIB | IDE (inward) |
| 1998 | -488,00 | 8,61 | 3,59 | 4,50 | 13,17 | 153,50 | 73,89 | 1134,90 |
| 1999 | -260,70 | 8,59 | -0,45 | 0,20 | 18,60 | 170,94 | 82,27 | 871,68 |
| 2000 | -288,60 | 8,42 | 1,34 | -0,40 | 20,67 | 189,22 | 87,90 | 993,48 |
| 2001 | -1169,10 | 8,21 | 3,87 | -0,40 | 18,60 | 198,86 | 86,02 | 1453,91 |
| 2002 | 1564,30 | 8,10 | 3,42 | 1,80 | 10,65 | 198,04 | 82,57 | 1335,96 |
| 2003 | 3385,60 | 8,03 | 3,22 | 1,30 | 9,58 | 213,50 | 78,64 | 2860,02 |
| 2004 | 168,50 | 7,85 | 5,91 | 1,70 | 12,14 | 225,26 | 78,18 | 2483,69 |
| 2005 | 747,20 | 8,13 | 2,73 | -0,70 | 11,36 | 231,71 | 69,69 | 3321,49 |
| 2006 | 2794,50 | 8,41 | 1,56 | 5,60 | 9,47 | 243,94 | 71,73 | 3131,67 |
| 2007 | 2036,60 | 8,98 | 9,35 | 4,10 | 6,77 | 243,21 | 73,97 | 3375,98 |
| 2008 | 7374,10 | 7,67 | 10,47 | 10,80 | 2,14 | 234,73 | 75,99 | 4002,06 |
| 2009 | 7899,00 | 6,36 | 10,05 | 1,20 | -1,14 | 231,33 | 71,89 | 4378,91 |
| 2010 | 3324,50 | 6,38 | 8,04 | 3,98 | 7,65 | 239,47 | 82,58 | 3708,38 |
| 2011 | -2687,70 | 6,56 | 0,92 | 4,97 | 3,89 | 242,13 | 89,65 | 3137,05 |
| 2012 | -1536,00 | 6,55 | 2,80 | 6,58 | 0,56 | 236,62 | 89,89 | 3111,32 |
| 2013 | -1128,20 | 6,58 | 2,64 | 4,82 | 4,98 | 241,11 | 94,14 | 2661,10 |
| 2014 | -1407,60 | 6,61 | 2,00 | 1,85 | 5,47 | 245,63 | 97,36 | 2907,12 |
| 2015 | -3354,00 | 6,63 | 0,82 | -3,75 | 4,77 | 249,59 | 100,60 | 2353,21 |
| 2016 | 1238,00 | 6,58 | 2,00 | -0,78 | 10,08 | 267,39 | 103,32 | 2610,18 |
| 2017 | 2232,00 | 6,64 | 2,02 | 4,32 | 5,50 | 267,39 | 105,48 | 2627,96 |
| moy | 958,55 | 7,54 | 3,91 | 2,49 | 8,92 | 224,01 | 83,70 | 2622,74 |

ANNEXES

ANNEXE3

lag algérie IDE ET dm2

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 22.57410 | 22.67161* | 22.60115 |
| 1 | 22.51325* | 22.80578 | 22.59439* |
| 2 | 22.80824 | 23.29579 | 22.94347 |

lag algérie IDE ET TIR

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 23.39077* | 23.48828* | 23.41781* |
| 1 | 23.42066 | 23.71319 | 23.50180 |
| 2 | 23.66370 | 24.15125 | 23.79892 |

lag algérie dIDE ET TCR

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 24.04042 | 24.13793 | 24.06747 |
| 1 | 23.02058* | 23.31311* | 23.10171* |
| 2 | 23.26797 | 23.75552 | 23.40320 |

lag algérie dm2 et TCR

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 14.36262 | 14.46013 | 14.38966 |
| 1 | 13.50226 | 13.79479* | 13.58339 |
| 2 | 13.35293* | 13.84048 | 13.48816* |

lag algérie dm2 et TIR

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 12.91612* | 13.01363* | 12.94316* |
| 1 | 13.05555 | 13.34808 | 13.13669 |
| 2 | 13.32273 | 13.81028 | 13.45795 |

lag algérie TCR et TIR

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 15.21836 | 15.31513 | 15.24623 |
| 1 | 14.18768* | 14.47801* | 14.27128* |
| 2 | 14.24914 | 14.73302 | 14.38848 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| M2D1 does not Granger Cause IDED1 | 26 | 1.04197 | 0.31798 |
| IDED1 does not Granger Cause M2D1 | | 1.03431 | 0.31973 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIR does not Granger Cause IDED1 | 25 | 0.12759 | 0.88093 |
| IDED1 does not Granger Cause TIR | | 0.41617 | 0.66515 |

ANNEXES

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCR does not Granger Cause IDED1 | 26 | 0.14208 | 0.70968 |
| IDED1 does not Granger Cause TCR | | 0.31851 | 0.57797 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|---------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCR does not Granger Cause M2D1 | 25 | 1.23607 | 0.31178 |
| M2D1 does not Granger Cause TCR | | 5.00070 | 0.01733 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|---------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIR does not Granger Cause M2D1 | 25 | 0.55009 | 0.58538 |
| M2D1 does not Granger Cause TIR | | 0.29020 | 0.75121 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIR does not Granger Cause TCR | 27 | 0.91218 | 0.34906 |
| TCR does not Granger Cause TIR | | 8.10583 | 0.00890 |

ANNEXES

lag
TUNISIE ide et dm2

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 20.17064 | 20.26815 | 20.19768 |
| 1 | 19.90328* | 20.19581* | 19.98442* |
| 2 | 20.08713 | 20.57468 | 20.22236 |

lag
TUNISIE ide et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 18.93252 | 19.03003 | 18.95956 |
| 1 | 18.37825* | 18.67078* | 18.45938* |
| 2 | 18.63985 | 19.12740 | 18.77507 |

lag
TUNISIE dide et dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 20.34647 | 20.44398 | 20.37352 |
| 1 | 20.09162* | 20.38415* | 20.17275* |
| 2 | 20.37609 | 20.86364 | 20.51132 |

lag
TUNISIE dm2 et dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 8.410314* | 8.507824* | 8.437359* |
| 1 | 8.611868 | 8.904398 | 8.693004 |
| 2 | 8.821043 | 9.308593 | 8.956269 |

lag
TUNISIE dm2 et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 7.186268 | 7.283778 | 7.213313 |
| 1 | 6.638333* | 6.930863* | 6.719468* |
| 2 | 6.934821 | 7.422371 | 7.070047 |

lag
TUNISIE dtcr et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 7.376961 | 7.474471 | 7.404006 |
| 1 | 7.038197* | 7.330727* | 7.119333* |
| 2 | 7.314899 | 7.802450 | 7.450125 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| M2D1 does not Granger Cause IDE1 | 26 | 0.00695 | 0.93429 |
| IDE1 does not Granger Cause M2D1 | | 1.74851 | 0.19906 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause IDE1 | 26 | 3.19928 | 0.08685 |
| IDE1 does not Granger Cause TIRD1 | | 0.18494 | 0.67116 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD1 does not Granger Cause IDE1 | 26 | 1.73989 | 0.20014 |
| IDE1 does not Granger Cause TCRD1 | | 1.10931 | 0.30317 |

ANNEXES

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD1 does not Granger Cause M2D1 | 25 | 0.00883 | 0.99122 |
| M2D1 does not Granger Cause TCRD1 | | 0.85262 | 0.44122 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause M2D1 | 26 | 0.54292 | 0.46868 |
| M2D1 does not Granger Cause TIRD1 | | 2.21767 | 0.15002 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause TCRD1 | 26 | 0.55476 | 0.46392 |
| TCRD1 does not Granger Cause TIRD1 | | 4.04993 | 0.05603 |

ANNEXES

lag maroc ide et d2m2

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 22.74672 | 22.84489 | 22.77276 |
| 1 | 21.72592* | 22.02043* | 21.80406* |
| 2 | 21.75060 | 22.24145 | 21.88082 |

lag maroc ide et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 22.17957 | 22.27708 | 22.20662 |
| 1 | 21.71417* | 22.00670* | 21.79530* |
| 2 | 21.87882 | 22.36637 | 22.01405 |

dide et

lag maroc dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 21.13772 | 21.23523 | 21.16477 |
| 1 | 20.66449 | 20.95702* | 20.74563 |
| 2 | 20.52429* | 21.01184 | 20.65952* |

lag maroc d2mé et dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 10.59543 | 10.69360 | 10.62147 |
| 1 | 10.25175* | 10.54626* | 10.32988* |
| 2 | 10.26647 | 10.75733 | 10.39669 |

d2m2 et

lag maroc dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 11.36904 | 11.46721 | 11.39509 |
| 1 | 11.10387* | 11.39838* | 11.18200* |
| 2 | 11.35072 | 11.84157 | 11.48094 |

lag maroc dtcr et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 10.01672* | 10.11423* | 10.04377* |
| 1 | 10.18818 | 10.48071 | 10.26932 |
| 2 | 10.18446 | 10.67201 | 10.31969 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| M2D2 does not Granger Cause IDED1 | 25 | 0.00384 | 0.95116 |
| IDED1 does not Granger Cause M2D2 | | 0.09224 | 0.76420 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause IDED1 | 26 | 0.01290 | 0.91057 |
| IDED1 does not Granger Cause TIRD1 | | 0.55542 | 0.46366 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD1 does not Granger Cause IDED1 | 25 | 0.40832 | 0.67018 |
| IDED1 does not Granger Cause TCRD1 | | 1.01194 | 0.38138 |

ANNEXES

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD1 does not Granger Cause M2D2 | 25 | 0.04454 | 0.83480 |
| M2D2 does not Granger Cause TCRD1 | | 0.00724 | 0.93298 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause M2D2 | 25 | 0.03870 | 0.84585 |
| M2D2 does not Granger Cause TIRD1 | | 1.15115 | 0.29494 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause TCRD1 | 25 | 0.76855 | 0.47690 |
| TCRD1 does not Granger Cause TIRD1 | | 0.40115 | 0.67482 |

ANNEXES

lag
jordanie ide et d2m2

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 23.18528 | 23.28346 | 23.21133 |
| 1 | 22.96718* | 23.26170* | 23.04532* |
| 2 | 23.14135 | 23.63220 | 23.27157 |

lag
jordanie ide et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 21.52285 | 21.62036 | 21.54989 |
| 1 | 21.13225 | 21.42478* | 21.21338* |
| 2 | 21.09619* | 21.58374 | 21.23141 |

lag
jordanie ide et dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 22.22842* | 22.32593* | 22.25546* |
| 1 | 22.46729 | 22.75982 | 22.54842 |
| 2 | 22.64778 | 23.13533 | 22.78301 |

lag
jordanie d2m2 et dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 13.71397 | 13.81214 | 13.74001 |
| 1 | 13.45364* | 13.74815* | 13.53178* |
| 2 | 13.63000 | 14.12085 | 13.76022 |

lag
jordanie d2m2 et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 13.29342 | 13.39159 | 13.31947 |
| 1 | 12.74296* | 13.03747* | 12.82109* |
| 2 | 12.83023 | 13.32109 | 12.96046 |

lag
jordanie dtir et dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 12.94418 | 13.04169 | 12.97122 |
| 1 | 12.40868* | 12.70121* | 12.48982* |
| 2 | 12.61426 | 13.10181 | 12.74948 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| M2D2 does not Granger Cause IDE1 | 25 | 1.75114 | 0.19932 |
| IDE1 does not Granger Cause M2D2 | | 0.00019 | 0.98922 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause IDE1 | 25 | 0.31164 | 0.73574 |
| IDE1 does not Granger Cause TIRD1 | | 2.68484 | 0.09271 |

ANNEXES

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD1 does not Granger Cause IDED1 | 25 | 1.35559 | 0.28048 |
| IDED1 does not Granger Cause TCRD1 | | 0.36842 | 0.69642 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD1 does not Granger Cause M2D2 | 25 | 0.14571 | 0.70633 |
| M2D2 does not Granger Cause TCRD1 | | 7.58345 | 0.01159 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause M2D2 | 25 | 2.25111 | 0.14773 |
| M2D2 does not Granger Cause TIRD1 | | 0.43911 | 0.51444 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause TCRD1 | 26 | 0.98719 | 0.33077 |
| TCRD1 does not Granger Cause TIRD1 | | 6.38843 | 0.01881 |

ANNEXES

lag Egypt ide et dm2

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 24.90636* | 25.00387* | 24.93340* |
| 1 | 25.05747 | 25.35000 | 25.13861 |
| 2 | 25.14714 | 25.63469 | 25.28237 |

lag Egypt ide et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 24.52980* | 24.62731* | 24.55684* |
| 1 | 24.56933 | 24.86186 | 24.65047 |
| 2 | 24.57117 | 25.05872 | 24.70639 |

lag Egypt ide et d2tcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 26.13903* | 26.23720* | 26.16507* |
| 1 | 26.30858 | 26.60309 | 26.38671 |
| 2 | 26.42509 | 26.91595 | 26.55532 |

lag Egypt dm2 et d2tcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 13.79139* | 13.88956* | 13.81743* |
| 1 | 13.87848 | 14.17299 | 13.95662 |
| 2 | 14.04032 | 14.53118 | 14.17055 |

lag Egypt dm2 et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 12.21228 | 12.30979 | 12.23933 |
| 1 | 11.83275* | 12.12528* | 11.91389* |
| 2 | 11.94814 | 12.43569 | 12.08337 |

lag Egypt d2tcr et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 13.53173 | 13.62991 | 13.55778 |
| 1 | 12.95608* | 13.25060* | 13.03422* |
| 2 | 13.05058 | 13.54144 | 13.18080 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| M2D1 does not Granger Cause IDED1 | 25 | 1.53603 | 0.23957 |
| IDED1 does not Granger Cause M2D1 | | 1.58092 | 0.23045 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause IDED1 | 25 | 0.04341 | 0.95761 |
| IDED1 does not Granger Cause TIRD1 | | 2.63623 | 0.09634 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD2 does not Granger Cause IDED1 | 24 | 0.66418 | 0.52625 |
| IDED1 does not Granger Cause TCRD2 | | 2.90609 | 0.07922 |

ANNEXES

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD2 does not Granger Cause M2D1 | 24 | 1.83019 | 0.18755 |
| M2D1 does not Granger Cause TCRD2 | | 1.54217 | 0.23953 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause M2D1 | 26 | 0.13771 | 0.71397 |
| M2D1 does not Granger Cause TIRD1 | | 6.16568 | 0.02075 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause TCRD2 | 25 | 0.43373 | 0.51700 |
| TCRD2 does not Granger Cause TIRD1 | | 15.6002 | 0.00068 |

ANNEXES

lag Liban ide et dm2

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 22.63847* | 22.73598* | 22.66552* |
| 1 | 22.66332 | 22.95585 | 22.74446 |
| 2 | 22.93165 | 23.41920 | 23.06688 |

lag Liban ide et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 22.78224* | 22.87975* | 22.80929* |
| 1 | 22.84932 | 23.14185 | 22.93046 |
| 2 | 22.81571 | 23.30326 | 22.95094 |

lag Liban ide et dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 21.69779 | 21.79530 | 21.72483 |
| 1 | 21.23354 | 21.52607* | 21.31467 |
| 2 | 21.05806* | 21.54561 | 21.19328* |

lag Liban dm2 et dtcr

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 12.89385 | 12.99136 | 12.92089 |
| 1 | 12.25031 | 12.54284* | 12.33144 |
| 2 | 12.11221* | 12.59976 | 12.24743* |

lag Liban dm2 et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 14.20198 | 14.29949 | 14.22903 |
| 1 | 13.89441 | 14.18694 | 13.97555 |
| 2 | 13.34243* | 13.82998* | 13.47766* |

lag Liban dtcr et dtir

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 12.98819 | 13.08570 | 13.01524 |
| 1 | 12.27159 | 12.56412* | 12.35273 |
| 2 | 12.11118* | 12.59873 | 12.24640* |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| M2D1 does not Granger Cause IDED1 | 25 | 0.23393 | 0.79355 |
| IDE D1 does not Granger Cause M2D1 | | 0.23689 | 0.79126 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause IDED1 | 25 | 0.18936 | 0.82895 |
| IDE D1 does not Granger Cause TIRD1 | | 0.04046 | 0.96043 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD1 does not Granger Cause IDED1 | 25 | 0.07977 | 0.92362 |
| IDE D1 does not Granger Cause TCRD1 | | 2.95886 | 0.07487 |

ANNEXES

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TCRD1 does not Granger Cause M2D1 | 25 | 0.46746 | 0.63327 |
| M2D1 does not Granger Cause TCRD1 | | 2.67256 | 0.09362 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause M2D1 | 25 | 0.20306 | 0.81789 |
| M2D1 does not Granger Cause TIRD1 | | 8.48537 | 0.00215 |

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TIRD1 does not Granger Cause TCRD1 | 25 | 0.77568 | 0.47376 |
| TCRD1 does not Granger Cause TIRD1 | | 4.15518 | 0.03096 |

ANNEXE 4 (Nombre optimal de retards)

lag algérie

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 38.10189 | 38.29823 | 38.15398 |
| 1 | 35.07222 | 36.05393* | 35.33266* |
| 2 | 35.54609 | 37.31317 | 36.01490 |
| 3 | 35.78155 | 38.33400 | 36.45871 |
| 4 | 34.52657* | 37.86439 | 35.41210 |

Dependent variable: IDE

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| M2 | 3.903542 | 4 | 0.4192 |
| TCR | 9.143467 | 4 | 0.0576 |
| TIR | 7.094773 | 4 | 0.1310 |
| All | 31.75263 | 12 | 0.0015 |

Dependent variable: M2

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 51.23178 | 4 | 0.0000 |
| TCR | 63.61174 | 4 | 0.0000 |
| TIR | 34.65798 | 4 | 0.0000 |
| All | 102.7754 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: TCR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 21.07468 | 4 | 0.0003 |
| M2 | 32.45591 | 4 | 0.0000 |
| TIR | 26.36325 | 4 | 0.0000 |
| All | 44.34854 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: TIR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 18.71143 | 4 | 0.0009 |
| M2 | 26.19024 | 4 | 0.0000 |
| TCR | 47.21254 | 4 | 0.0000 |
| All | 72.46471 | 12 | 0.0000 |

lag tunisie

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 30.81792 | 31.01427 | 30.87001 |
| 1 | 26.01110 | 26.99281* | 26.27155 |
| 2 | 26.39608 | 28.16316 | 26.86489 |
| 3 | 26.64102 | 29.19347 | 27.31819 |
| 4 | 25.01036* | 28.34818 | 25.89588* |

Dependent variable: IDE

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| M2 | 11.38669 | 4 | 0.0225 |
| TIR | 3.924239 | 4 | 0.4164 |
| TCR | 27.68762 | 4 | 0.0000 |
| All | 36.99849 | 12 | 0.0002 |

ANNEXES

Dependent variable: M2

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 257.8297 | 4 | 0.0000 |
| TIR | 338.1441 | 4 | 0.0000 |
| TCR | 67.76151 | 4 | 0.0000 |
| All | 611.9571 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: TIR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 1.616006 | 4 | 0.8059 |
| M2 | 0.293470 | 4 | 0.9902 |
| TCR | 2.124103 | 4 | 0.7129 |
| All | 8.294982 | 12 | 0.7617 |

Dependent variable: TCR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 2.775959 | 4 | 0.5960 |
| M2 | 0.653673 | 4 | 0.9569 |
| TIR | 7.366971 | 4 | 0.1177 |
| All | 17.05403 | 12 | 0.1476 |

lag maroc

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 35.04184 | 35.23818 | 35.09393 |
| 1 | 31.06550 | 32.04721 | 31.32595 |
| 2 | 31.48203 | 33.24912 | 31.95084 |
| 3 | 30.32557 | 32.87802 | 31.00274 |
| 4 | 28.30945* | 31.64727* | 29.19497* |

Dependent variable: IDE

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| M2 | 1.479715 | 4 | 0.8302 |
| TCR | 1.514633 | 4 | 0.8240 |
| TIR | 3.108471 | 4 | 0.5398 |
| All | 7.079994 | 12 | 0.8523 |

Dependent variable: M2

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 0.910302 | 4 | 0.9231 |
| TCR | 0.995390 | 4 | 0.9105 |
| TIR | 0.139761 | 4 | 0.9977 |
| All | 2.801316 | 12 | 0.9968 |

Dependent variable: TCR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 54.12388 | 4 | 0.0000 |
| M2 | 155.6036 | 4 | 0.0000 |
| TIR | 293.1830 | 4 | 0.0000 |
| All | 853.6674 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: TIR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 7.022625 | 4 | 0.1347 |
| M2 | 5.049928 | 4 | 0.2822 |
| TCR | 3.244777 | 4 | 0.5177 |
| All | 11.12664 | 12 | 0.5181 |

lag jordanie

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 35.80883 | 36.00517 | 35.86092 |
| 1 | 32.79308 | 33.77480* | 33.05353 |
| 2 | 33.05449 | 34.82157 | 33.52330 |
| 3 | 32.43036 | 34.98281 | 33.10752 |
| 4 | 31.13137* | 34.46919 | 32.01689* |

Dependent variable: IDE

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| M2 | 17.12831 | 4 | 0.0018 |
| TCR | 14.51712 | 4 | 0.0058 |
| TIR | 6.685051 | 4 | 0.1535 |
| All | 44.97392 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: M2

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 36.68658 | 4 | 0.0000 |
| TCR | 117.0290 | 4 | 0.0000 |
| TIR | 113.4071 | 4 | 0.0000 |
| All | 240.3991 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: TCR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 3.416396 | 4 | 0.4907 |
| M2 | 4.412562 | 4 | 0.3530 |
| TIR | 6.301459 | 4 | 0.1777 |
| All | 19.33911 | 12 | 0.0807 |

Dependent variable: TIR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 6.829723 | 4 | 0.1452 |
| M2 | 0.733475 | 4 | 0.9471 |
| TCR | 6.738367 | 4 | 0.1504 |
| All | 31.64505 | 12 | 0.0016 |

lag egypte

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 39.06621 | 39.26256 | 39.11830 |
| 1 | 36.79070 | 37.77241 | 37.05115 |
| 2 | 36.60854 | 38.37563 | 37.07735 |
| 3 | 35.95403 | 38.50648 | 36.63119 |
| 4 | 33.85437* | 37.19219* | 34.73989* |

Dependent variable: IDE

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| M2 | 5.103076 | 4 | 0.2769 |
| TCR | 6.335109 | 4 | 0.1755 |
| TIR | 4.418177 | 4 | 0.3524 |
| All | 13.24964 | 12 | 0.3512 |

Dependent variable: M2

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 5.175071 | 4 | 0.2698 |
| TCR | 2.708310 | 4 | 0.6078 |

Dependent variable: TCR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 36.49121 | 4 | 0.0000 |
| M2 | 24.46350 | 4 | 0.0001 |

ANNEXES

| | | | |
|-----|----------|----|--------|
| TIR | 1.759235 | 4 | 0.7799 |
| All | 10.46680 | 12 | 0.5751 |

| | | | |
|-----|----------|----|--------|
| TIR | 28.09946 | 4 | 0.0000 |
| All | 264.1373 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: TIR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 5.809401 | 4 | 0.2138 |
| M2 | 8.790897 | 4 | 0.0665 |
| TCR | 2.575351 | 4 | 0.6312 |
| All | 95.49388 | 12 | 0.0000 |

lag liban

| LAG | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 39.03899 | 39.23533 | 39.09108 |
| 1 | 32.45414 | 33.43585 | 32.71459 |
| 2 | 32.70698 | 34.47406 | 33.17579 |
| 3 | 32.66297 | 35.21542 | 33.34013 |
| 4 | 29.96403* | 33.30185* | 30.84955* |

Dependent variable: IDE

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| M2 | 24.31982 | 4 | 0.0001 |
| TCR | 14.58912 | 4 | 0.0056 |
| TIR | 24.45639 | 4 | 0.0001 |
| All | 80.71802 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: M2

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 9.704433 | 4 | 0.0457 |
| TCR | 62.09844 | 4 | 0.0000 |
| TIR | 29.42142 | 4 | 0.0000 |
| All | 150.7393 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: TCR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 17.87193 | 4 | 0.0013 |
| M2 | 37.74910 | 4 | 0.0000 |
| TIR | 12.37957 | 4 | 0.0147 |
| All | 73.66915 | 12 | 0.0000 |

Dependent variable: TIR

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|----------|----------|----|--------|
| IDE | 2.479272 | 4 | 0.6484 |
| M2 | 3.157791 | 4 | 0.5318 |
| TCR | 8.142375 | 4 | 0.0865 |
| All | 19.60302 | 12 | 0.0750 |

Liste des tableaux et des figures

| Liste des figures | Pages |
|---|-------|
| Figure N°1 : L'opération de l'open Market..... | 22 |
| Figure N°2 : La courbe traditionnelle de Philips..... | 25 |
| Figure N°3 : La Courbe de Philips selon Friedman..... | 26 |
| Figure N°4 : Le modèle AS-AD..... | 41 |
| Figure N° 5 : Potentiel réel neutre..... | 44 |
| Figure N°6 : Les effets d'une politique monétaire expansionniste selon Keynes..... | 48 |
| Figure N°7: Les effets d'une politique monétaire expansionniste sur l'inflation..... | 48 |
| Figure N°8: Les effets d'une politique monétaire expansionniste sur les prêts | 49 |
| Figure N°9: La relation entre la politique monétaire et marché financier..... | 51 |
| Figure N°10: La relation entre la politique monétaire et la richesse..... | 51 |
| Figure N°11: La relation entre la politique monétaire et l'immobilier..... | 52 |
| Figure N°12 : Transmission de la politique monétaire par le canal de change..... | 53 |
| Figure N°13 : L'équilibre de la balance des paiements..... | 67 |
| Figure N°14 : L'ajustement de Balance des paiements en régime de change fixe (Mobilité parfaite des capitaux)..... | 77 |
| Figure N°15 : L'ajustement de Balance des paiements en régime de change fixe (Mobilité imparfaite des capitaux)..... | 78 |
| Figure N°16 : L'ajustement de Balance des paiements en régime de change flexible (Mobilité parfaite des capitaux)..... | 79 |
| Figure N°17 : L'ajustement de Balance des paiements en régime de change flexible (Mobilité imparfaite des capitaux)..... | 80 |
| Figure N°18 : Trinité impossible de Mundell..... | 82 |
| Figure N°19 : Développement financier dans les pays de l'échantillon, 2017..... | 114 |
| Figure N°20 : Processus de réforme financière au Maroc..... | 125 |
| Figure N°21 : La relation entre variables monétaires et financières en Algérie..... | 148 |
| Figure N°22 : Le comportement des variables pendant la période (1998-2017) en Algérie..... | 149 |
| Figure N°23 : La relation entre variables monétaires et financières en Tunisie..... | 151 |
| Figure N°24 : Comportement des variables pendant la période « 1998-2017 » en Tunisie..... | 152 |
| Figure N°25 : La relation entre variables monétaires et financières au Maroc (plan F1et F2)..... | 154 |
| Figure N°26 : La relation entre variables monétaires et financières au Maroc « plan F1et F3 »..... | 155 |
| Figure N°27 : Comportement des variables pendant la période « 1998-2017 » Au Maroc « plan F1 et F2 »... | 155 |
| Figure N°28 : Le comportement des variables pendant la période (1998-2017) Au Maroc (plan F1 et F3).... | 156 |
| Figure N°29 : La relation entre variables monétaires et financières en Jordanie (plan F1et F2)..... | 157 |
| Figure N°30 : La relation entre variables monétaires et financières en Jordanie (plan F1et F3)..... | 158 |
| Figure N°31 : Comportement des variables pendant la période (1998-2017) En Jordanie (plan F1 et F2)..... | 159 |
| Figure N°32 : Comportement des variables pendant la période (1998-2017) En Jordanie (plan F1 et F3)..... | 160 |
| Figure N° 33 : La relation entre variables monétaires et financières en Egypte..... | 161 |
| Figure N°34 : le comportement des variables pendant la période (1998-2017) En Egypte..... | 162 |
| Figure N° 35 : La relation entre variables monétaires et financières au Liban..... | 163 |
| Figure N°36 : Le comportement des variables pendant la période (1998-2017) au Liban..... | 164 |
| Figure N°37 : La relation entre les variables monétaires, financières et régimes de change..... | 166 |
| Figure N°38 : Comportement des variables pendant la période (1998-2017) au Liban..... | 167 |

Liste des tableaux et des figures

| Liste des tableaux | Pages |
|--|-------|
| Tableau N°1 : Agrégats monétaires..... | 28 |
| Tableau N° 2: La comparaison entre les monétaristes de type 1 et 2..... | 39 |
| Tableau N° 3 : L'importance de la règle de Taylor pour certaines banques centrales..... | 43 |
| Tableau N°4 : Les comptes de la balance des paiements..... | 62 |
| Tableau N°5 : L'enregistrement dans le compte financier..... | 65 |
| Tableau N°6 : Les comptes de la balance des paiements« détaillés »..... | 66 |
| Tableau N°7 : Les déterminants d'un régime de change..... | 71 |
| Tableau N°8: Les objectifs de la libéralisation financière..... | 89 |
| Tableau N°9 : Les caractéristiques de la libéralisation totale..... | 91 |
| Tableau N°10 : Les caractéristiques de la libéralisation Partielle..... | 92 |
| Tableau N°11: Les étapes de la libéralisation économique et financière..... | 94 |
| Tableau N°12 : Synthèse des études empiriques portent sur l'impact de libéralisation financière sur la croissance économique..... | 100 |
| Tableaux N°13 : Synthèse des travaux empiriques par ordre chronologique portent sur le lien « libéralisation- épargne »..... | 102 |
| Tableau N°14: Évolution des flux de capitaux vers les pays du Maghreb (2007-2008, million\$)..... | 105 |
| Tableau N°15 : Les mesures de contrôle sur les flux de capitaux dans les pays émergents..... | 109 |
| Tableau N° 16: Composition de système bancaire algérien en 2023..... | 117 |
| Tableau N°17 : Le nombre de guichets de finance islamique (secteur public), active dans l'économie algérienne en 2021..... | 118 |
| Tableau N°18 : Evolution de la politique monétaire en Tunisie (1990-2016)..... | 129 |
| Tableau N°19: Les étapes de la libéralisation financière en Tunisie..... | 131 |
| Tableau N°20 : Récapitulatif de l'évolution du système bancaire et la politique monétaire en Egypte durant la période (1990-2017)..... | 138 |
| Tableau N°21 : Récapitulatif de l'évolution du système financier en Egypte durant la période (1990-2017)... | 140 |
| Tableau N°22 : Récapitulatif de l'évolution du système bancaire et la politique monétaire au Liban durant la période (1990-2017)..... | 143 |
| Tableau N°23: Type des relations entre les indicateurs monétaires et financiers en Algérie..... | 147 |
| Tableau N°24 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier en Tunisie..... | 150 |
| Tableau N°25 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier au Maroc..... | 153 |
| Tableau N°26 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier en Jordanie..... | 157 |
| Tableau N°27 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier en Egypte..... | 160 |
| Tableau N°28 : Degré et type de relation entre les indicateurs monétaire et financier au Liban..... | 163 |
| Tableau N°29 : Régimes de changes des pays sud MED..... | 165 |
| Tableau N°30 Trajectoire des variables monétaires et financières..... | 168 |
| Tableau N° 31: Test ADF et niveau d'intégration..... | 182 |
| Tableau N°32 : Récapitulation de causalité à court terme entre les variables monétaires et financières au seuil de 5%..... | 183 |
| Tableau N°33 : L'ordre d'intégration maximale (dmax), et nombre de retard optimal (k)..... | 184 |
| Tableau N°34 : Test de causalité à long terme..... | 185 |
| Tableau N°35: Test de cointégration de Johansen (Algérie)..... | 187 |
| Tableau N°36 : L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en Algérie..... | 188 |
| Tableau N°37 : Test de cointégration de Johansen (Egypte)..... | 189 |
| Tableau N°38 : L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en Egypte..... | 189 |
| Tableau N°39 : Test de cointégration de Johansen (Jordanie)..... | 190 |
| Tableau N°40: L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en Jordanie | 191 |

Liste des tableaux et des figures

| | |
|---|-----|
| Tableau N°41 : Test de cointégration de Johansen (Tunisie)..... | 192 |
| Tableau N°42: L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en Tunisie | 192 |
| Tableau N°43 : Test de cointégration de Johansen (Maroc)..... | 193 |
| Tableau N°44 : L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux au Maroc | 194 |
| Tableau N°45 : Test de cointégration de Johansen (Liban)..... | 194 |
| Tableau N°46 : L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux au Liban..... | 195 |

Liste des abréviations

| | |
|-------------|--|
| ACP | Analyse en composante principale |
| BCE | Banque centrale Egyptienne |
| BOF | Balance des opérations financières |
| BP | Balance des paiements |
| BRI | Banque des règlements internationaux |
| BTC | Balance des transactions courantes |
| CH | Chômage |
| CSP | Crédits accordés au secteur privé |
| DTS | Droits de Tirage Spéciaux |
| IDE | Investissements directs étrangers |
| INF | Taux d'inflation |
| MED | Méditerranée |
| MENA | Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord |
| MSCI | Morgan Stanley Capital International |
| NEC | Nouvelle école classique |
| PAS | Programme d'ajustement structurel |
| PED | Pays en développement |
| PPA | Parité de pouvoir d'achat |
| TCR | Taux de change réel |
| TCRE | Taux de change effectif réel |
| TCRF | Taux de change d'équilibre fondamental |
| TIR | Taux d'intérêt réel |
| ZMO | Zone monétaire optimale |

Table des matières

Table des matières

| | |
|---|-------|
| Remerciements | |
| Dédicaces | |
| Sommaire | |
| Introduction générale | 09-15 |
| Chapitre I : Cadre théorique de la politique monétaire | |
| Introduction..... | 17 |
| Section 1 : Les fondements théoriques de la politique monétaire..... | 18 |
| 1. Définition de la politique monétaire..... | 18 |
| 2. Les instruments de la Politique Monétaire. | 19 |
| 2.1 Les instruments indirectes..... | 19 |
| 2 .1.1 Politique de Refinancement Bancaire..... | 19 |
| 2.1.2. La Politique des Réserves Obligatoires..... | 20 |
| 2.1.3 L’open Market..... | 21 |
| 2.2 Les instruments directes..... | 22 |
| 2.2.1 L’encadrement des crédits..... | 22 |
| 2.2.2 La sélectivité du crédit..... | 23 |
| 3. objectifs de la politique monétaire..... | 23 |
| 3.1 La croissance économique..... | 24 |
| 3.2 La lutte contre le chômage..... | 24 |
| 3.3 La lutte contre l’inflation..... | 26 |
| 3.4 La stabilité des prix..... | 26 |
| 3.5 La maîtrise des objectifs intermédiaires..... | 27 |
| Section 2 : La logique macro-économique de la politique monétaire..... | 29 |
| 1. La conception de la politique monétaire dans les théories économiques..... | 29 |
| 1.1 La théorie quantitative..... | 29 |
| 1.2 La théorie keynésienne..... | 33 |
| 1.3 La théorie monétariste..... | 36 |
| 1.4 Analyse des nouveaux classiques..... | 38 |
| 2. Règle de Taylor..... | 42 |
| 2.1 Revue de la littérature sur la règle de Taylor..... | 42 |
| 2.1.1 La Règle simple..... | 43 |
| 2.1.2 Règle de Taylor généralisée..... | 46 |

Table des matières

| | |
|--|-----------|
| Section 3 : les canaux de transmission de la politique monétaire..... | 47 |
| 1. Canal du taux d'intérêt..... | 47 |
| 2. canal du crédit..... | 49 |
| 3. Canal du prix des actifs..... | 49 |
| A. Canal du cours des actions..... | 49 |
| B. L'effet de richesse « Modigliani 1991 » | 51 |
| C. Canaux des prix des logements et des terrains..... | 52 |
| 4. Canal de taux du change..... | 52 |
| Conclusion..... | 54 |
| Chapitre 2 : Régimes de change et l'efficacité de la politique monétaire | |
| Introduction..... | 56 |
| Section 1 : Le taux de change et l'équilibre de la balance des paiements..... | 57 |
| 1. Les fondements du taux de change..... | 57 |
| 1.1 Définitions..... | 57 |
| 1.2 Types de taux de change..... | 57 |
| 1.2.1 Le taux de change nominal..... | 57 |
| 1.2.2 Le taux de change réel..... | 58 |
| 1.2.3 Taux de change effectifs nominal..... | 59 |
| 1.2.4 le taux de change effectif réel..... | 59 |
| 1.2.5 Taux de change d'équilibre fondamental « TCRF »..... | 60 |
| 2. L'arbitrage financier sur le marché des changes..... | 61 |
| 3. Balance des paiements..... | 61 |
| 3.1 Définitions..... | 61 |
| 3.2 Compositions de la balance des paiements..... | 62 |
| 3.2.1 Le compte des transactions courantes (Balances courantes)..... | 62 |
| 3.2.2 Le compte des opérations financières..... | 63 |
| A. Investissements directs..... | 63 |
| B. Investissement de portefeuille..... | 63 |
| C- Les produits financiers dérivés..... | 63 |
| D. Les autres investissements..... | 64 |
| E. Les avoirs de réserve..... | 64 |
| 3.2.3 Le compte de capital..... | 64 |
| A. Les transferts en capital..... | 64 |

Table des matières

| | |
|---|-----------|
| B. Les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits..... | 64 |
| 3.2.4 Erreurs et omissions..... | 64 |
| 3.3 L'enregistrement des opérations..... | 65 |
| 3.4 Soldes significatifs de la balance des paiements..... | 65 |
| 3.5 Construction de la courbe BP..... | 67 |
| Section 2 : Régimes de changes..... | 69 |
| 1. Généralité sur les régimes de change..... | 69 |
| 1.1 Définition..... | 69 |
| 1.2 le choix d'un régime de change..... | 69 |
| 1.2.1 l'objectif principal de la politique économique..... | 69 |
| 1.2.2 la nature des chocs..... | 70 |
| 1.2.3 l'intégration financière..... | 70 |
| 2. Les principaux régimes de change..... | 72 |
| 2.1 régimes fixes..... | 72 |
| 2.1.1 Régimes sans monnaie propre..... | 72 |
| 2.1.2 Caisse d'émission..... | 72 |
| 2. 1.3 changes fixes..... | 73 |
| 2.2 Régimes intermédiaires..... | 73 |
| 2.2.1 Bandes de fluctuations..... | 73 |
| 2.2.2 Change glissant (mini-déévaluation)..... | 73 |
| 2.2.3 Bandes glissante..... | 73 |
| 2.3 les régimes flexibles..... | 74 |
| 2.3.1 Flottement géré..... | 74 |
| 2.3.2 Flottement pur..... | 74 |
| 3. L'influence de la politique monétaire sur le taux de change..... | 74 |
| 3.1 L'impact de la dépréciation sur les prix..... | 75 |
| Section 3 : L'efficacité de la politique monétaire..... | 76 |
| 1. La politique monétaire dans un régime de change fixe..... | 76 |
| 1.1 Le mécanisme d'équilibre dans un régime fixe (mobilité parfaite)..... | 76 |
| 1.2 Le mécanisme d'équilibre dans un régime fixe (mobilité imparfaite)..... | 77 |
| 2. La politique monétaire dans un régime de change flexible..... | 79 |
| 2.1 Le mécanisme d'équilibre dans un régime flexible (mobilité parfaite) | 79 |
| 2.2 le mécanisme d'équilibre dans un régime flexible (mobilité imparfaite)..... | 80 |

Table des matières

| | |
|--|-----------|
| 3. les combinaisons entre la politique monétaire et budgétaire..... | 81 |
| 4. Triangle d'impossibilité de Mundell..... | 82 |
| Conclusion..... | 84 |
| Chapitre 3 : La politique monétaire face à la libéralisation financière | |
| Introduction..... | 86 |
| Section 1 : La libéralisation financière | 87 |
| 1. L'aspect fondamental et théorique..... | 87 |
| 1.1 Définition..... | 87 |
| 1.2 Les caractéristiques d'une économie financièrement libéralisée..... | 88 |
| 1.3 Les objectifs de la libéralisation..... | 89 |
| 2. Les Formes de la Libéralisation..... | 89 |
| 2.1 Libéralisation interne..... | 90 |
| 2.2 Libéralisation externe..... | 90 |
| 2.3 Libéralisation Totale..... | 90 |
| 2.4 Libéralisation Partielle..... | 92 |
| 3. Les étapes de la libéralisation financière..... | 93 |
| 3.1. Le Secteur réel..... | 93 |
| 3.2 Le secteur financier..... | 93 |
| 4. L'innovation financière..... | 95 |
| 4.1 les Réserves obligatoire..... | 96 |
| 4.2 Plafonds du taux d'intérêt créditeurs..... | 96 |
| 5.1 Les produits de l'innovation financière..... | 96 |
| 5.1.1 La quasi-monnaie..... | 96 |
| 5.1.2 Les produits dérivés..... | 97 |
| Section 2 : L'impact de la libéralisation financière et des flux de capitaux sur les indicateurs macro-économiques..... | 99 |
| 1. La libéralisation financière et son impact sur les indicateurs macroéconomique... | 99 |
| 1.1 Libéralisation financière et croissance..... | 99 |
| 1.2 Libéralisation financière et le couple « investissement- épargne »..... | 101 |
| 1.3 Libéralisation financière et le taux de chômage..... | 103 |
| 1.4 Libéralisation financière et son impact sur l'inflation et la balance des paiements..... | 103 |
| 2. Les flux de capitaux et son impact sur les variables intermédiaires de la politique | |

Table des matières

| | |
|--|------------|
| monétaire..... | 104 |
| 2.1 Les flux de capitaux et le taux de change réel..... | 105 |
| 2.2 Les flux de capitaux et le taux d'intérêt | 106 |
| 3. Libéralisation financière et son impact sur la politique monétaire..... | 107 |
| 3.1 L'impact de la libéralisation sur les canaux de transmissions traditionnels..... | 107 |
| 3.2 Contrôler les mouvements de capitaux est-il une solution optimale ?..... | 108 |
| 3.3 Les obstacles Macro-économiques des entrées de capitaux dans les pays émergents..... | 110 |
| Conclusion..... | 111 |
| Chapitre 4 : Les réactions de la politique monétaire des pays MED dans l'aire de la libéralisation financière. | |
| Introduction..... | 113 |
| Section 1 : La sphère monétaire et financière des pays méditerranés signataires d'accord d'association avec l'union européenne..... | |
| 1. Le niveau de développement financier des Pays de l'étude..... | 114 |
| 2. Le système bancaire et financier algérien..... | 115 |
| 2.1 Les réformes du système bancaire algérien..... | 115 |
| 2.2 L'évolution des indicateurs de la libéralisation financière en Algérie (1990-2017)..... | 119 |
| 3. Le système bancaire et financier Marocain..... | 123 |
| 3.1 Les réformes du système bancaire Marocain..... | 123 |
| 3.2 Les réformes du marché des capitaux..... | 125 |
| 4. Le système bancaire et financier Tunisien..... | 127 |
| 4.1 Les réformes du système bancaire Tunisien..... | 127 |
| 4.2 Les réformes du marché des capitaux..... | 130 |
| 5. Le Système bancaire et financier Jordanien | 132 |
| 5.1 Les réformes du système bancaire en Jordanie..... | 132 |
| 5.2 Les réformes du marché des capitaux..... | 134 |
| 6. Le Système bancaire et financier Egyptien..... | 135 |
| 6.1 Les réformes du système bancaire en Egypte..... | 135 |
| 6.2 Les réformes du marché des capitaux..... | 138 |
| 7. Le Système bancaire et financier du Liban | 141 |
| 7.1 Les réformes du système bancaire au Liban..... | 141 |

Table des matières

| | |
|---|------------|
| 7.2 La réforme du marché des capitaux..... | 144 |
| Section 2 : Comportement des variables de la libéralisation financière et de la politique monétaire durant la période (1998-2017)..... | 145 |
| 1 Présentation de la méthode ACP..... | 145 |
| 1.1 Définition | 145 |
| 1.2 Variables d'étude..... | 145 |
| 1.2.1 Variables de libéralisation financière..... | 145 |
| 1.2.2 Variables de la Politique Monétaire..... | 146 |
| 1.3 Résultats de l'étude en ACP entre les variables monétaires et financières dans les pays de l'échantillon..... | 147 |
| 1.3.1 L'économie Algérienne..... | 147 |
| 1.3.2 L'économie Tunisienne..... | 150 |
| 1.3.3 L'économie Marocaine..... | 153 |
| 1.3.4 L'économie Jordanienne..... | 156 |
| 1.3.5 L'économie Egyptienne..... | 160 |
| 1.3.6 L'économie Libanaise..... | 162 |
| Section 3 : l'interaction des régimes de changes et variables monétaire et financières | |
| 1. l'évolution des régimes de change des pays sud MED..... | 165 |
| 2. comportement des variables monétaires et financières, selon le régime de change..... | 166 |
| 3. Régimes de changes et la performance monétaire et financière..... | 167 |
| Conclusion..... | 170 |
| Chapitre 5 : Étude de causalité entre les objectifs intermédiaires de la politique monétaire et flux de capitaux | |
| Introduction..... | 172 |
| Section 1 : Méthodologie et présentation des variables..... | 173 |
| 1. Méthodologie..... | 173 |
| 1.1 Test de la racine unitaire..... | 173 |
| 1.1.1 Test de Dickey-fuller simple..... | 173 |
| 1.1.2 Test de Dickey-fuller augmenté..... | 174 |
| 1.1.3 test de Phillips-perron..... | 174 |
| 1.2 Test de causalité à court terme..... | 175 |
| 1.3 Test de causalité au sens de Toda-Yamamoto..... | 176 |

Table des matières

| | |
|--|----------------|
| 1.4 Test de coïntégration de Johansen..... | 177 |
| 2. Présentation des données et variables..... | 179 |
| 2.1 Taux de change réel « TCR »..... | 179 |
| 2.2 Taux d'intérêt réel « TIR »..... | 180 |
| 2.3 La Masse monétaire M2..... | 181 |
| 2.4 Investissements direct étrangers..... | 181 |
| Section 2 : La causalité à court et à long terme, entre les flux de capitaux et les objectifs intermédiaires de la politique monétaire..... | 182 |
| 1. tests de la racine unitaire (tests de stationnarités)..... | 182 |
| 2. Causalité à courte terme « Angel and Granger »..... | 183 |
| 3. Causalité à long terme « Toda-Yamamoto »..... | 184 |
| 3.1 : l'ordre d'intégration et retard optimal « optimal lag »..... | 184 |
| 3.2 Test de causalité..... | 185 |
| Section 3 : Liens d'équilibres à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux..... | 187 |
| 1. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en économie algérienne..... | 187 |
| 2. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en économie Egyptienne..... | 188 |
| 3. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en économie Jordanienne..... | 190 |
| 4. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en économie Tunisienne..... | 191 |
| 5. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en économie Marocaine..... | 193 |
| 6. L'équilibre à long terme entre les variables monétaires et flux des capitaux en économie Libanaise..... | 194 |
| Conclusion..... | 196 |
| Conclusion générale..... | 197-201 |
| Références bibliographiques..... | 202-211 |
| ANNEXES..... | 212-234 |
| Liste des figures et des tableaux | 235-237 |
| Liste des abréviations | 238 |

Table des matières

| | |
|--------------------------------|---------|
| Table des matières..... | 239-247 |
| Résumé..... | 248 |

Résumé

Les mutations financières et l'entrée massive des flux de capitaux peuvent compliquer la tâche des banques centrales en perturbant les canaux de transmission de la politique monétaire et en augmentant la volatilité des taux de change, par la suite en limitant la capacité de mener une politique monétaire optimale et en contribuant à l'instabilité financière. Les banques centrales doivent donc être conscientes de ces facteurs et prendre en compte les implications des flux de capitaux lors de la conception et de la mise en œuvre de leur politique monétaire.

Il est important de noter que les effets de la libéralisation financière sur la politique monétaire peuvent être influencés par d'autres facteurs économiques, tels que le niveau de développement financier, la structure économique, la stabilité politique et la capacité institutionnelle d'un pays à gérer les flux de capitaux internationaux.

Mots clés : politique monétaire, flux de capitaux, libéralisation financière, causalité, cointégration, Analyse en composantes principale, pays Méditerranés.

Abstract

Financial mutations and the massive influx of capital can complicate the task of central banks by disrupting the channels of monetary policy transmission and increasing exchange rate volatility, thereby limiting their ability to pursue countercyclical monetary policy and contributing to financial instability. Central banks must therefore be aware of these factors and take into account the implications of capital flows in the design and implementation of their monetary policy.

It is important to note that the effects of financial liberalization on monetary policy can be influenced by other economic factors, such as the level of financial development, economic structure, political stability, and institutional capacity of a country to manage international capital flows.

Keywords: monetary policy, capital flows, financial liberalization, causality, cointegration, principal component analysis, Mediterranean countries.