

La conduite de la politique monétaire: enjeux et controverses

Introduction

La fonction de la demande de monnaie occupe une place très importante dans les décisions de type macroéconomiques, malgré que l'approche théorique diffère d'une école à l'autre sur leurs fondements microéconomique.

Pour les économies modernes, il est primordial, indispensable de connaître et bien maîtriser les indicateurs économiques. De plus, la connaissance des effets de back permet de disposer d'une marge de manœuvre à la conduite de la politique économique. D'une façon générale cette politique cherche à réaliser souvent les principaux objectifs: le plein emploi, la stabilité des prix, une croissance soutenue et enfin l'équilibre de la balance des paiements. Ces quatre objectifs constituent ce que l'on appelle "le carré magique de Kaldor" de la politique économique.

Pour réaliser ces objectifs, l'état dispose d'un ensemble de moyen et d'instruments d'action. A long terme, ces instruments constituent essentiellement en la modification des structures de l'appareil de production. A court terme ils ont pour but de neutraliser les turbulences conjoncturelles. La politique monétaire et budgétaire comme politique économique forment deux volets très importants de ces instruments conjoncturels, mais leurs rôles, leurs efficacité et leurs mise en application ont donné lieu à des nombreuses controverses et ruptures les différentes écoles de la théorie économique (Keynésienne et Monétaristes). La fonction de la demande de monnaie est au centre de cette controverse.

Ce chapitre s'articule autour de deux sections. Nous allons traiter dans la première section l'efficacité de la politique monétaire, mais en passant premièrement par la définition, les objectifs et les canaux de transmissions ensuite nous nous sommes intéressés aux débats contradictoires entre les différentes écoles de la théorie monétaire. La deuxième section est consacré à la conduite de la politique monétaire en Algérie en traitant les trois importantes étapes; c'est-à-dire la politique monétaire pendant la période de l'économie planifiée 1970-1989, deuxièmement la période des réformes économiques 1990-1998 et finalement la phase de l'instauration de l'économie de marché après le programme d'ajustement structurel. Pour honorer une politique monétaire bien efficace. La Banque d'Algérie appuie

Compte tenu des délais de transmission et de l'incertitude concernant les liens entre instrument et objectif final, les autorités monétaires ne peuvent en pratique se fonder sur la seule relation directe entre ces deux types de variables. Elles vont fractionner leur action en plusieurs étapes. Des variables relais vont être fixées entre les instruments de la politique monétaire et les objectifs finals. Ces variables relais peuvent prendre le statut d'objectifs. Les autorités monétaires cherchent à les contrôler comme c'est le cas pour les objectifs opérationnels et les objectifs intermédiaires¹²³. Elles peuvent être aussi simplement des indicateurs pour la politique monétaire qui servent à renseigner les institutions concernées sur l'efficacité de leurs actions; alors on parle dans ce cas de variables indicateurs et de variables informationnelles.

La politique monétaire agit par l'intermédiaire d'instruments sur les objectifs opérationnels qui à leur tour exercent un effet sur les objectifs intermédiaires qui à leur tour permettent d'atteindre des objectifs finals. La structure causale entre ces différentes catégories est la suivante¹²⁴:

<i>Instruments</i>	<i>Objectifs Opérationnels</i>	<i>Objectifs intermédiaires</i>	<i>Objectifs finaux</i>
Open Market	Taux de marché Interbancaire	Taux d'intérêt à court terme	Prix Niveau d'activité
Réescompte		Taux d'intérêt à long terme	
Réserve obligatoire	Base monétaire Exogène	Agrégats monétaires M1, M2, M3...	Emploi et Equilibre extérieure
Encadrement du crédit contrôle direct du taux D'intérêt. - contrôle des changes			

Source: de Mourgue, M (2000) "*Macroéconomie monétaire*" Economica, p.246.

¹²³Ruimy M., "*Economie Monétaire*", Ellipses, 2004, pp69-96

¹²⁴De Mourgue M. "*Macroéconomie Monétaire*" ed Economica, 2000, pp245-285

Les modalités d'intervention nous montrent quel instrument choisir, comment l'utiliser et avec quel objectif. Cela dépend du choix préalable des autorités monétaires. Les Keynésiens agissent par le taux d'intérêt, alors que les monétaristes préfèrent agir par la quantité de monnaie. Mais d'autres éléments d'analyse viennent s'ajouter à la controverse des choix et qui sont l'imperfection du marché des crédits et l'asymétrie d'information. Ces éléments doivent être pris en compte par les décideurs lorsqu'ils mettent en œuvre une politique monétaire restrictive ou expansive. Les autorités monétaires montrent les amplifications ou les retards qui peuvent intervenir après cette mise en œuvre. Tout de fois, elles ne contredisent pas les analyses macroéconomiques Keynésiennes ou Monétaristes, qui restent les références des politiques économiques.

Pour les Keynésiens la politique monétaire doit être discrétionnaire et modulée en fonction des circonstances, les monétaristes compte à eux préfèrent se donner une norme de croissance de la quantité de monnaie (la règle de K %) afin d'éclairer les agents sur le taux d'inflation rechercher et tolérer et cela nous le verrons en détails dans le débat sur l'efficacité de la politique monétaire.

3.1.2 Les canaux de distribution de la politique monétaire

L'étude des canaux de transmission est alors capitale pour les banques centrales, car, elle détermine l'efficacité de leurs décisions. Ainsi, depuis les années 90, les banques centrales se sont interrogées publiquement sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire. La problématique générale de la transmission est de savoir par quels canaux la liquidité injectée par la banque centrale pénètre-t-elle dans l'économie?

GIARDINI et HORSEWOOD (2001) a étudié les canaux de transmissions de la politique monétaire dans un contexte d'équilibre partiel et aussi dans un contexte d'équilibre général. TAYLOR (1995), MELTZER (1995,1999) et MISHKIN (1996) ont décrit les différents travaux de la littérature sur les canaux de transmission de la politique monétaire. Des travaux récents qui s'articulent autour du domaine l'évolution de la connaissance sur les canaux de transmission, le problème lié à l'économie de transition et les économies inflationnistes , ont été dirigé par MONTINEL(1990), BARRAN, COUDERT et MOJON (1996) et BIS (1998). Ces

auteurs étaient intéressés à des études empiriques et le domaine de la modélisation plus que de s'intéresser à la recherche théoriques.

Donc, par canaux de transmission de la politique monétaire, il convient de désigner les voies par lesquelles la politique monétaire influe sur le niveau et la structure de la demande et de l'offre globale de monnaie, et par là sur les objectifs finals de la politique monétaire. Ces auteurs distinguent traditionnellement plusieurs canaux qui affectent directement ou indirectement l'activité économique des agents. Il s'agit de :

3.1.2.1 Le canal des taux d'intérêt

Les taux d'intérêt sont des variables d'ajustement des marchés de capitaux et déterminent le coût des crédits bancaires. Ils forment une structure de :

Taux de marché, taux de banque et taux administré.

Ce canal se décompose en 3 effets:

- Effet de substitution

Une variation du taux d'intérêt conduit à réviser l'arbitrage entre consommation et épargne. En effet, une hausse du taux d'intérêt accroît l'attractivité de l'épargne et freine corrélativement la dépense.

- Effet de revenu

Selon la position financière des agents économiques, la hausse du taux d'intérêt va accroître les revenus (agents créanciers) ou va augmenter les frais financiers (agents débiteurs). Cette effet de revenu est immédiat pour les contrats financiers à taux variables ou retardé pour les contrats à taux fixes lors de leurs renouvellement.

- Effet de richesse

Cet effet décrit les conséquences d'une modification du taux d'intérêt sur les revenus financiers des agents économiques. Une hausse du taux d'intérêt tend à faire baisser les prix des actifs financiers et les agents seraient dès lors conduits à reconstituer leur richesse ce qui amplifie, en première lieu l'effet de substitution. Le revenu disponible des créditeurs nets augmente et celui des débiteurs baisse. Dans l'analyse Keynésienne, les entreprises comparent les gains escomptés de leurs investissements (le taux de rendement interne) et le taux au quel il doivent entreprendre pour investir. Si le taux d'intérêt diminue, alors l'incitation à investir

augmente, ce qui par l'intermédiaire du multiplicateur d'investissement se traduira par un accroissement du revenu et inversement.

3.1.3 Le canal de taux de change

Etant donné l'internationalisation des économies, ce canal joue un rôle très important dans la manière dont la politique monétaire affecte les économies nationales. En effet, les décisions en matière de politique monétaire, dans la mesure où elles se répercutent sur les taux d'intérêt, influent sur la valeur externe de la monnaie nationale, suite à une baisse des taux. La monnaie nationale perd sa valeur, les exportations se favorisent et inversement pour les importations.

Ce rôle ne se limite pas à l'activité économique, il est important sur les prix, outre l'incidence sur la compétitivité des entreprises nationales. Une dépréciation du taux de change entraîne, en effet une inflation importée dès lors que les prix des biens importés utilisés dans la production ont augmentés (le cas de la production Algérienne).

3.1.4 Le canal des prix des actifs financiers. (*q* de Tobin)

La théorie d'investissement de Tobin décrit un canal par le quel la politique monétaire affecte les entreprises par le biais de ses effets sur la valorisation des actions. Cette théorie définit le coefficient "*q*" comme étant le rapport entre la valeur boursière (VB) des entreprises et le coût du renouvellement du capital (PC)

$$q = VB/PC \quad (3.1)$$

Tant que le coût des capitaux nouveaux (PC) est inférieur à la valeur boursière (VB), les entreprises investissent. Ainsi, si $VB > PC$ alors que $q > 1$. En d'autre terme les actionnaires sont incités à investir.

La politique monétaire peut affecter le cours des actions et donc les dépenses d'investissement des entreprises. Selon l'analyse Keynésienne, dans laquelle s'inscrit Tobin une baisse des taux d'intérêt induite par une politique monétaire expansionniste, réduit l'attrait des obligations dont le rendement diminue par rapport à ceux des actions. Cela suscite une hausse des cours des cours des actifs financiers. Dès lors, du fait de cette phase de hausse boursière, le "*q*" de Tobin s'accroît ce qui stimule, à la fois les dépenses d'investissements et l'activité économique.

3.1.5 Canal des crédits

Les Keynésiens intègrent les problèmes d'asymétries d'information dans la sphère financière." Il existe une asymétrie d'information lorsque deux agents économiques en relation ne dispose pas des mêmes informations". La théorie de l'agence annonce que l'intermédiaire financier et son client ne disposent pas de la même information sur la situation de ce dernier (voir les travaux de BERNANKE et GERTLER(1995), KASYAP et STEIN(1994).

L'intermédiation financière va donc sélectionner les projets de ses clients et les rationner. C'est donc déterminer à la fois le taux d'intérêt et le montant de son crédit et enfin imposer une prime de risque à l'ensemble de sa clientèle. La sélection peut avoir des effets contraire à l'objectif recherché (Une sélection adverse) , car les mauvais clients acceptent par nécessité des taux d'intérêt plus élevés. Le rationnement, aboutit quant à lui à une forme de contrainte de liquidité à déconnecter le prix de l'argent des quantités que pour ce prix les entreprises voudraient emprunter pour financer leurs projets d'investissement. Les meilleures firmes préfèrent alors l'autofinancement.

Ce canal s'est imposé dans l'appréciation de la transmission de la politique monétaire. Il tend à renforcer les effets directs de la politique monétaire et à amplifier de ce fait les cycles de l'économie réelle. Il met ainsi en évidence les interactions entre politique monétaire et structure financière. Il offre en définitive, l'avantage de mieux définir les répercussions d'impulsion de politique monétaire au niveau de la sphère financière. Mais surtout il met en avant le rôle des institutions bancaires dans la transmission de la politique monétaire, d'une part, les banques restent des institutions clés pour apprécier l'information concernant les emprunteurs, d'autre part et en conséquence, elles demeurent les principales pourvoyeurs de financement externe, en dépit du développement du marché du crédit.

En raison de la globalisation financière et de la mondialisation du marché des crédits, les canaux de transmission sont devenus de plus en plus, incomplets, imparfaits, et incertains, ainsi, rendant l'appréciation de la transmission de la politique monétaire difficile.

3.1.6 Le canal des anticipations

Il existe de nombreuses analyses des anticipations. Des anticipations autorégressives qui s'établissent uniquement en fonction de l'évolution du passé, et des anticipations rationnelles qui sont des anticipations endogènes à l'économie.

Les anticipations des agents influent sur leurs comportements, et les banques centrales peuvent agir sur ces anticipations en envoyant des signaux aux agents. L'importance de ce canal est liée à la crédibilité des annonces des autorités monétaires dont la banque centrale en matière de la politique monétaire. Donc ce canal ne peut fonctionner correctement que si les annonces de la banque centrale apparaissent claires et cohérentes compte tenu de ses objectifs qui doivent être aussi clairs.

En conclusion tous ces mécanismes de transmission peuvent être observés dans la réalité. Toutefois leur importance relative dépend du pays en question, de la nature de son système financier de la créativité de son économie, de la crédibilité de sa banque centrale et de son ouverture sur l'étranger.

3.2 Débat contradictoire des deux grandes écoles

Le cadre de départ de l'analyse du rôle de la politique monétaire dans l'équilibre macroéconomique est constitué par la reformulation des thèses Keynésiens par HICKS¹²⁵ sous la forme du modèle IS-LM. Ce modèle cherche à faire la synthèse entre la conception classique de l'équilibre macroéconomique et celle de Keynes dans un cadre d'équilibre général, qui se base sur l'hypothèse des prix fixes. La courbe IS (*Investment-Saving*) décrit les conditions de l'équilibre sur le marché des biens et services. Alors que la courbe LM (*Demande et Offre de monnaie*) est celle de l'équilibre du marché de la monnaie par rapport au taux d'intérêt(*i*) et le revenu (*y*).le point de rencontre de ces deux courbes donne l'équilibre macroéconomique général¹²⁶. On peut les représenter graphiquement de la manière suivante:

¹²⁵ Hicks J., " *Mr Keynes and The Classics: A Suggested Interpretation*", in Diatkine S., op cit..

¹²⁶ Voir Cabannes (1994), Béraud (1992), Burda et Wyplosz (1993).

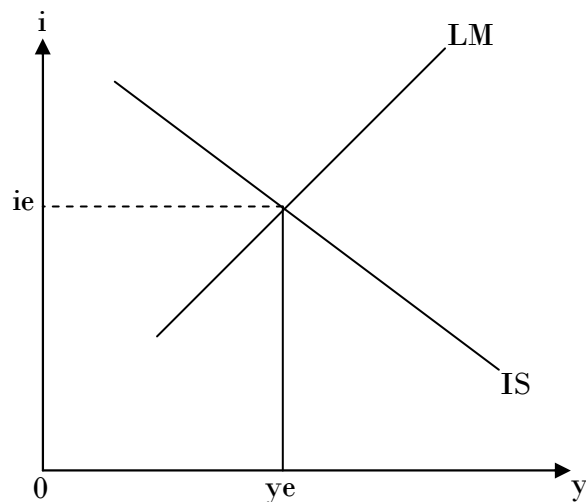


Figure (3.1) *le modèle de l'équilibre Hicks- Henssen*

Le débat classique entre les monétaristes et les Neokeynésiens était focalisé sur l'efficacité relative des politiques monétaire et budgétaire. Cette efficacité est alors mesurée par le degré de variation de la variable cible fixée au préalable par les autorités monétaires; par exemple le revenu nominal(y). L'efficacité des politiques est conditionnelle à la pente respective des deux courbes IS et LM, dont la courbe de l'équilibre du marché de monnaie LM dépend à son tour de la nature de la fonction de demande de monnaie¹²⁷. La demande de monnaie, dépend comme nous l'avons vu précédemment, de deux groupes de variables:

- La variable d'échelle mesurée par le revenu courant ou le revenu permanent.
- La variable d'opportunité représentée par le taux d'intérêt ou la structure des taux d'intérêt.

Du fait que les écoles Keynésienne et Monétariste ont des hypothèses différentes sur la relation entre le taux d'intérêt et la demande de monnaie; la forme de la courbe de monnaie n'est pas la même dans le plan taux d'intérêt monnaie réelle (i , M/P).

3.2.1 L'analyse Monétariste

Les Monétaristes supposent que la demande de monnaie est essentiellement affectée par le revenu et qu'elle est peu sensible aux variations du taux d'intérêt. Cette relation se traduit par une pente très forte de la courbe de demande de monnaie sur le marché monétaire (graphique 2):

¹²⁷ DIATKINE S., "*Théorie et Politiques Monétaires*", op.cit.

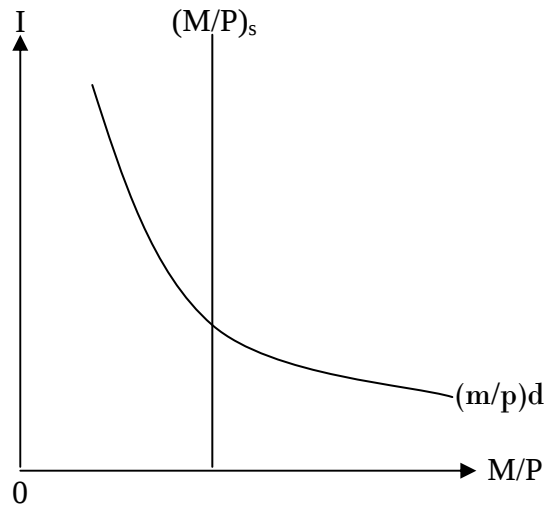


Figure (3.2): La courbe de la demande de monnaie
(cas Monétariste).

Ceci implique qu'en transformant dans le plan (i, y) la courbe LM à une forte forme positive (Graphique 3.3).

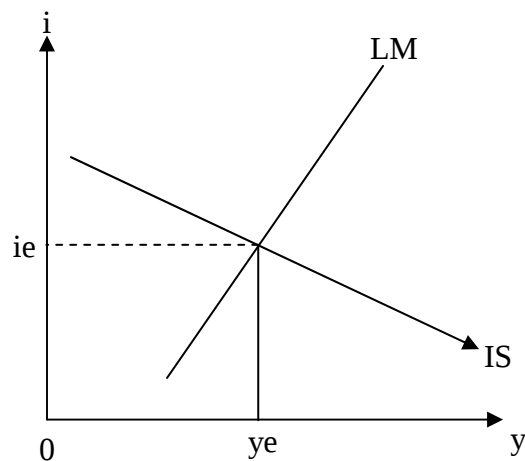


Figure (3.3) La description graphique de la thèse
monétariste.

Ainsi pour la théorie monétariste, la politique monétaire est efficace, alors que la politique budgétaire est inefficace car:

- l'investissement est sensible au taux d'intérêt nul
- la demande de monnaie n'est pas sensible au taux d'intérêt.

Et, la courbe d'offre de biens et services à court terme est verticale.

Etant l'investissement est élastique au taux d'intérêt pour les monétaristes, la baisse du taux d'intérêt favorise l'investissement. Ainsi seule une expansion

monétaire est nécessaire à court terme. Par contre, étant la demande de monnaie est insensible aux variations du taux d'intérêt, une augmentation de la quantité de monnaie n'entraîne pas une augmentation de la demande de monnaie et permet ainsi la baisse du taux d'intérêt. L'effet de richesse de richesse dans ce cas induit une hausse de revenu (figure 3.4).

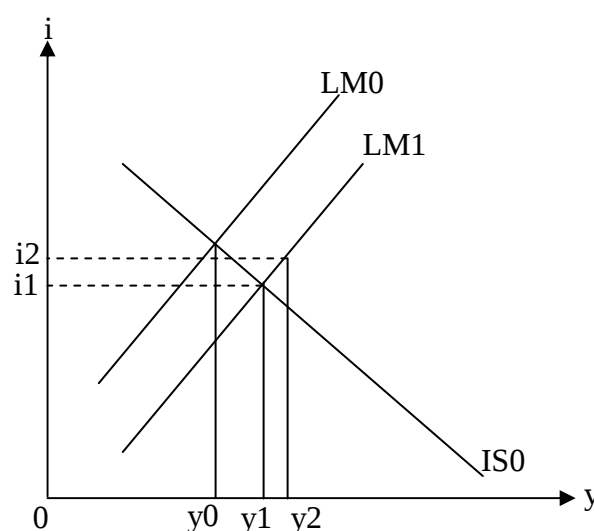


Figure 3.4 : Cas monétariste

Ainsi, dans le court terme, pour les monétaristes, la variation de la masse monétaire ne se limite pas seulement à la variation des prix comme c'est indiqué dans la théorie quantitative pure, mais exerce aussi un impact sur la production si le plein emploi n'est pas atteint. Donc les monétaristes acceptent une relation de causalité à court terme entre monnaie et facteurs réels.

FRIEDMAN¹²⁸ considère que l'action de la variation de la quantité de monnaie est plus efficace que la politique budgétaire Keynésienne. Pour lui (FRIEDMAN) la seule politique acceptable est celle qui fait correspondre la variation de la masse monétaire au taux de croissance réelle de l'économie (la règle de $K\%$).

L'étude de FRIEDMAN et SCHARRTZ¹²⁹ établit l'influence des variables monétaires sur le volume de la production. FRIEDMAN montre que la demande effective réagit de façon plus importante, plus prévisible et plus rapide aux

¹²⁸FRIEDMAN M., "The role of monetary policy ", *American Economic Review*, 1968 vol 58, p. 1-17.

¹²⁹ FRIEDMAN M. et SCHARRTZ A., "*Money and Business Cycles*", 1963.

influences monétaires qu'aux influences budgétaires¹³⁰. Il fait remarquer que les agents ne dépensent pas seulement en fonction de leur revenu mais en tenant compte de leur patrimoine et de leur encaisse réelle.

Il faudra utiliser les variations de la masse monétaire pour assurer l'équilibre et la croissance. On trouve deux tendances au sein des monétaristes quant au rôle de la politique monétaire. Pour les uns, la politique sera essentiellement conjoncturelle; en période d'inflation, les autorités monétaires réduisent l'émission de liquidité, et en période de dépression, les autorités monétaires mettent de la liquidité supplémentaire pour alimenter la demande globale. Pour les autres dont FRIEDMAN, admet que les variations de la quantité de monnaie n'exercent une action sur l'activité économique qu'avec un certain retard. En effet il faut un certain temps aux agents économiques pour réagir et modifier leurs encaisses. Ainsi la politique conjoncturelle risque d'avoir des effets négatifs au lieu de réduire le déséquilibre. C'est pourquoi il rejette la politique discrétionnaire et préconise un réglage du taux de croissance de la masse monétaire sur le taux de croissance réel de la production.

3.2.2 L'analyse Keynésienne

Les convictions Keynésiennes sont représentées par le graphique 3.5 et 3.6. Selon lui la demande de monnaie est très sensible au taux d'intérêt, elle est même infiniment élastique au niveau minimum du taux d'intérêt.

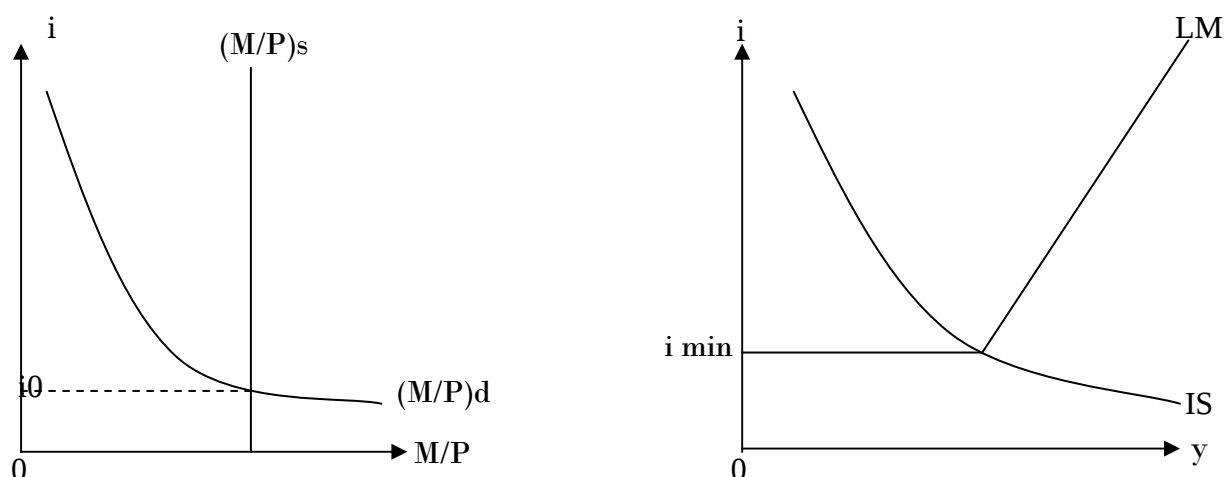


Figure 3.5. et Figure 3.6. La représentation graphique de la
Thèse Keynésienne.

¹³⁰FRIEDMAN M. et MECSELMAN D., "The Relative Stability of Money Velocity and Investment Multiplier in USA (1877-1960).

Selon l'hypothèse de la trappe à la liquidité. Les pentes des courbes (M/P) d et LM sont très faibles (négative pour M/P et positive pour LM) La pente IS a au contraire une forte pente. Du fait que l'épargne et l'investissement sont peu affectés par les variations du taux d'intérêt, donc la politique budgétaire est plus performante. La translation de la courbe LM n'affecte que modestement le revenu national, tandis que le même déplacement de la courbe IS entraîne une modification de revenu très importante.

Premièrement les dépenses publiques vont accroître le revenu et déplacent la courbe IS vers la droite de IS1 à IS2. On peut calculer le multiplicateur budgétaire qu'est égal à:

$$\delta y / \delta g = 1 / [(1 - c) + b.l_1 / l_2] \quad (3.2)$$

D'où $y = y_e$, $g = g_e$, $c = c_e$, $l_1 = l_2$

On obtient une hausse de revenu et du taux d'intérêt c'est le passage du point A au point B (figure 3.7).

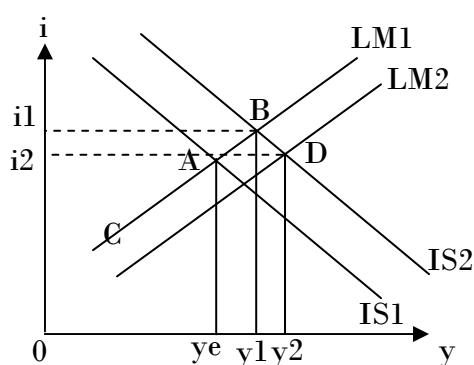


Figure 3.7. L'impact de la politique budgétaire keynésienne

La hausse de revenu est autant plus forte que la pente de LM est faible ; c'est-à-dire que la demande de monnaie est peu sensible à l'augmentation de revenu est infiniment élastique par rapport au taux d'intérêt. C'est le cas lorsque l'on se trouve dans la partie de la courbe LM qui est plate (trappe à la liquidité) figure 3.8.

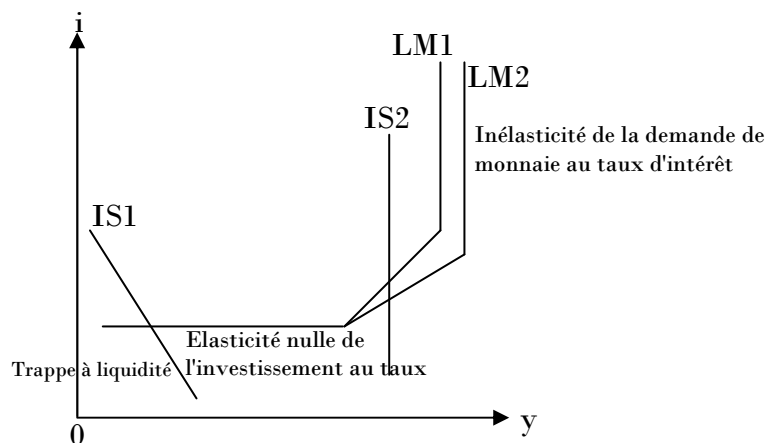


Figure 3.8. L'inefficacité de la politique monétaire (cas keynésien)

On constate ainsi que le multiplicateur budgétaire a une valeur plus faible lorsque l'on prend en compte le marché de la monnaie. Il est réduit selon le terme $\Delta L1/L2$. Ce lui ci correspond à "l'effet d'éviction". Cet effet est du à la hausse du taux d'intérêt provoqué par la dépense publique. Ainsi, cette hausse du taux d'intérêt décourage les investisseurs privés.

Pour diminuer impact de cet effet, il faut mener conjointement à la politique budgétaire une politique monétaire d'accompagnement qui accroît l'offre de monnaie et diminuer en conséquence la hausse du taux d'intérêt. (point D sur la Figure 3.7.)

Deuxièmement toute augmentation de l'offre de monnaie déplace la courbe LM vers la droite dont le multiplicateur monétaire est:

$$\delta y / \delta M = (b/l2(1/[(1-c) + b.l1/l2])) \quad (3.3)$$

Cela provoque une hausse de revenu et une hausse de taux d'intérêt. C'est le passage du point A au point C sur le Figure 3.7. L'effet sur le revenu est d'autant plus fort que la pente de la courbe IS est faible. Si l'on se situe dans le cas de la trappe à la liquidité, ou l'offre de monnaie ne peut faire baisser le taux d'intérêt du fait d'une trop forte élasticité de la demande de monnaie par rapport au taux d'intérêt, la politique monétaire est inefficace (figure 3.8). Il est de même si les investissements sont inélastiques au taux d'intérêt (IS verticale) ou si la courbe LM est verticale, c'est-à-dire que la demande de monnaie est infiniment élastique au revenu (figure 3.8).

Ainsi l'efficacité respective de la politique budgétaire et la politique monétaire dépend de la forme des pentes des courbes IS et LM. En effet l'offre de monnaie, qui est exogène s'ajuste à une demande de monnaie déterminée par le niveau des taux d'intérêt. La variation de la masse monétaire n'exerce qu'une action indirecte sur la demande globale, contrairement à la politique budgétaire qui exerce une action directe et plus rapide. En fin, le débat Keynésien et Monétariste étant centré un certain nombre d'argument ou était démontré corrélativement:

1) Par les Neo-Keynésiens, la politique monétaire est inefficace, avec comme principaux arguments:

- l'investissement est insensible au taux d'intérêt.
- la demande de monnaie est sensible au taux d'intérêt et que la demande de monnaie est instable.

2) Par les Monétaristes, que la politique budgétaire est inefficace, avec pour principaux arguments:

- Le niveau d'investissement est très sensible aux taux d'intérêt.
- la demande de monnaie est une fonction insensible aux taux d'intérêt et est stable à long terme.

Les cas extrêmes Keynésien et Monétariste sont illustrés par les Figures 3.9 et 3.10 ci dessous:

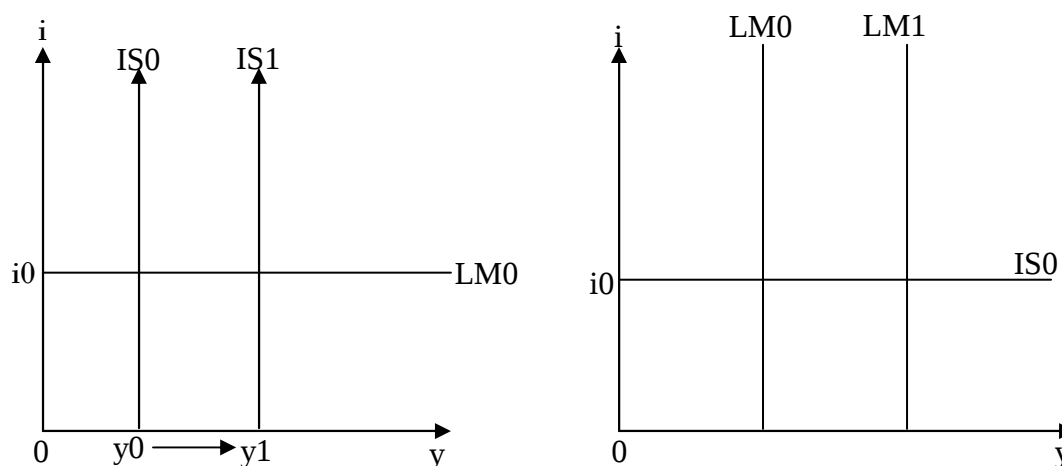


Figure 3.9 et 3.10 : cas extrêmes Keynésiens et Monétariste

Le cas Keynésien montre l'efficacité exclusive de la politique budgétaire, contrairement au cas monétariste qui montre et met en évidence l'efficacité de politique. Mais dans la pratique il est très rare que les autorités monétaires et

publiques appliquent exclusivement une politique ou l'autre que sans que l'une accompagne l'autre.

Plus généralement, le débat sur l'efficacité du politique monétaire et budgétaire est contestable à plusieurs points de vue. AFFTALION et PONCET¹³¹ ont indiqué que:

- Premièrement, le débat se situe dans un contexte ambigu où l'on ne connaît pas précisément les variations respectives du prix (p) et le revenu (y) lorsque le revenu nominal est modifié. Ceci change beaucoup de choses quand le prix est principalement affecté (mais pas le revenu réel).
- Deuxièmement, mis à part l'hypothèse d'une politique budgétaire intégrale financée par les impôts, les politiques monétaire et budgétaire ne sont pas pures. Elles sont indépendantes.

Pour que le modèle soit applicable, la stabilité et le pouvoir de prédiction sont des conditions nécessaires quelles que soient la demande de monnaie et la demande autonome.

-Troisièmement, les modèles utilisés sont assez naïfs, ils reposent sur des fondements microéconomiques beaucoup trop fragiles, lorsque les modèles nécessitent une série d'hypothèse plus solide afin de développer la théorie et construire des modèles complets.

-Quatrièmement, le vrai problème est la difficulté de la mise en œuvre des différentes politiques et comparera les effets respectifs sur le revenu d'une action fiscale et d'une impulsion monétaire de même montant n'offre pas grand intérêt quelque soient les pentes des courbes IS et LM. L'aspect essentiel qui demeure est la fiabilité relative de la mise en œuvre des deux types d'actions compte tenu des instruments disponibles.

3.3 Recommandations Théoriques et Empiriques:

3.3.1 Les théories macroéconomiques sous-jacentes

Les critiques sur les controverses et querelles relatives à la fonction de la demande de monnaie permettent d'approcher le fond du problème. En effet, l'ensemble du débat entre les Keynésiens et les Monétaristes ne réside en définitive pas dans le

¹³¹AFFTALION F. et PONCET P., "*Le Monétarisme*", Presse Universitaire, de France, 1987,1995.

rôle plus ou moins important joué par la monnaie, mais dans le modèle théorique de l'économie utilisé plus ou moins implicitement.

Les Monétaristes sont Walrasiens, pour eux, du fait que tous les marchés sont en permanence équilibrés par leurs prix respectifs, le système privé est essentiellement stable. L'économie ne connaît des déséquilibres que temporairement et le chômage involontaire n'existe pas. Par conséquent, les politiques Keynésiennes d'intervention n'ont pas de raison d'être.

En revanche les Keynésiens sont des Non Walrasiens et remettent en cause le principe même de l'équilibre général Walrasiens. Pour cette école, les marchés sont caractérisés par de nombreuses imperfections.

A ce titre, la politique économique doit s'adapter constamment en fonction de la conjoncture. Dans ces conditions où les agents sont contraints, il est possible d'avoir un équilibre à long terme caractérisé par un chômage involontaire et le système économique est instable car cette instabilité naît essentiellement des comportements du secteur privé. Par conséquent, les politiques conjoncturelles et systématiques de l'état peuvent être efficaces.

A cet égard, et compte tenu de ces divergences les Monétaristes et les Keynésiens différentes ont recommandations théoriques et empiriques.

3.3.2 L'homogénéité et la demande de monnaie.

Il s'agit d'une analyse dichotomique car le secteur monétaire qui est représenté par l'équation quantitative est totalement séparé du secteur réel. Le postulat d'homogénéité mis en œuvre la neutralité de la monnaie¹³². En effet dans le cadre fourni par une relation de type de WALRAS¹³³:

$$\sum_{i=1}^n P_i Q_i \equiv \sum_{i=1}^n P_i D_i \quad (3.4)$$

Où P_i les prix, Q_i les quantités offertes et D_i les quantités demandées de chaque biens.

Pour les n biens l'offre et la demande dépendent des prix des biens, mais aussi des prix de tous les autres biens. Ainsi écrit on le bien i .

$$Q_i = Q_i (P_1, \dots, P_i, \dots, P_n) \quad (3.5)$$

¹³²HAYEK F., "*Prix et production*" Paris, Calmann -Lévy, 1975.

¹³³ WALRAS L., in P. BRUNO RUFFINI, op. cit.

$$D_i = D_i (P_1, \dots, P_i, \dots, P_n) \quad (3.6)$$

Si on exprime les prix des biens relativement au prix de l'un d'eux, par exemple P_n . On obtient $n-1$ relatifs dont dépendent l'offre et la demande de chaque bien. Donc on a :

$$Q_i = Q_i(P_1/P_n, \dots, P_i/P_n, \dots, P_{n-1}/P_n) \quad (3.7)$$

$$D_i = D_i(P_1/P_n, \dots, P_i/P_n, \dots, P_{n-1}/P_n) \quad (3.8)$$

L'offre et la demande d'un bien ou service n'étant fonction que des prix relatifs demeurant inchangés, si tous les prix dont elles dépendent varient dans la même proportion. Ainsi, un doublement de tous les prix laisse inchangés les prix relatifs et est donc, sans influence sur les conditions de l'équilibre des marchés. Si l'équilibre est acquis pour $n-1$ marché, il est nécessairement réalisé pour le nième marché et donc même pour le marché monétaire.

Puisque les agents ne dépendent que des prix relatifs et non des prix monétaires, alors Ils ne sont pas soumis à l'illusion monétaire, ou encore leur fonction de demande vérifie le "Postulat d'homogénéité". Une fois le prix déterminé l'introduction de la monnaie ne modifie pas la structure des prix, seulement le niveau des prix. Ainsi la monnaie est neutre car elle ne perturbe plus l'équilibre réel. Ce postulat est une proposition classique adopté par les monétaristes. Il démontre donc que les équations de l'économie sont homogènes "de degré Zéro" en masse monétaire, en niveau général des prix et en niveau anticipé des prix. En conséquence, la politique monétaire est inefficace à long terme, car il y a neutralité de la monnaie.

L'importance de ce postulat réside donc dans le fait que, sans lui, les notions de taux ou de niveau naturels (d'emploi, de revenu et d'intérêt) sont dénuées de sens. Car si la monnaie est neutre et si les anticipations sont rationnelles, les grandeurs réelles de l'économie retrouvent rapidement leur niveau "naturel" une fois le choc exogène absorbé. C est à dire qu'elles sont indépendantes du stock nominal de monnaie.

En revanche, si l'hypothèse de la monnaie neutre n'est pas validée, les niveaux naturels n'existent pas et la politique budgétaire qui a pour but de relancer l'activité économique et de stimuler la demande effective et résorber le chômage involontaire peut être efficace.

L'examen de la validité de ce postulat passe par l'analyse de la fonction de demande de monnaie pour qu'il soit vérifié. Il faut que l'élasticité de la demande de monnaie par rapport au niveau général des prix soit égale à 1 ou ≈ 1 . Entre autre, à court terme, la neutralité de la demande de la politique monétaire dépend de la nature des anticipations des agents économiques. Si les anticipations sont fondées que sur des informations passées dites "Adaptives", alors la politique monétaire ne sera pas totalement neutre puisque les individus n'aperçoivent pas le mouvement actuel des prix.

Si par contre les anticipations sont rationnelles et elles détiennent compte de toutes les informations disponibles (passées et actuelles) alors l'effet surpris de la politique monétaire ne sera possible que si l'état ou les autorités monétaires disposent d'une information privilégiée par rapport aux agents économiques¹³⁴. L'analyse sur l'élasticité de la demande d monnaie par rapport aux prix à court terme permet de mieux distinguer les influences d'un choc monétaire sur le revenu réel et le niveau général des prix et par conséquent de mieux comprendre l'impact de la politique monétaire.

3.3.3 La politique monétaire et La Nouvelle Macroéconomie Classique

Le rôle des anticipations a été développé radicalement par les partisans de la nouvelle macroéconomie classique. En effet R.LUCAS¹³⁵ a mené une critique envers les modèles théoriques et économétriques inspirés de la synthèse néoclassique. Les nouveaux classiques reprochent l'incapacité à effectuer des prévisions correctes de ces modèles néoclassiques, car ces modèles reposent sur une présentation des anticipations trop simpliste et insuffisante. Les décisions des politiques économiques modifient la façon dans les agents économiques élaborent leur anticipation. Les faits dans les années 70 semblaient donner raison à cette école, car on assistait à une accélération de l'inflation et une augmentation de chômage (stagflation). C'est donc tout le contraire de la fameuse courbe de PHILLIPS. Les auteurs de cette école nouvelle ont proposé de formuler les fondements microéconomiques des modèles macroéconomiques.

¹³⁴ Voir PONCET P. et PORTAIT R., "*Macroéconomie Financière*", DALLOZ, Paris, 1980.

¹³⁵ LUCAS R., "Econometric Policy Evaluation: A Critique in R. Lucas," 1996, *Studies in Business cycle theory*, B. BLACKWELL, 1981.

MUTH (1961)^{136a} introduit l'axiome des anticipations rationnelles. Cette hypothèse implique que les agents connaissent le vrai et le bon modèle de prévision de l'état de l'économie. Ce modèle est la représentation de la réalité. Cette hypothèse aussi non seulement que les individus ont de comportement maximisateur, mais qu'ils prévoient correctement l'évolution de l'économie. L'idée d'anticipation rationnelle est donc indissociable de celle de l'équilibre général Walrasien. Les agents déterminent au mieux les variables futures en fonction de l'information disponible et les erreurs ne peuvent être systématiques et ne sont pas corrélées de période en période. Les erreurs sont aléatoires et indépendantes dans le temps et leur espérance mathématique est nulle.

Pour ces nouveaux classiques, la politique monétaire ne réduit le chômage en dessous de son niveau naturel puisqu'il n'existe pas de courbe de Phillips même à court terme car les décisions des individus dépendent des prix relatifs seuls.

Selon LUCAS, si la politique monétaire suit une règle systématique comme par exemple, celle de relier l'offre de monnaie au taux de chômage constaté à la dernière période, son effet structurel sur le taux de variation des prix sera parfaitement connu et anticipé par les agents. Par conséquent, les autorités monétaires ne pourront créer une déviation systématique du taux de chômage naturel et du niveau effectif des prix par rapport au niveau des prix anticipés (SARGENT et WALAS 1975)¹³⁷. Seule une hausse de l'offre de monnaie qui serait non anticipée ou faite par surprise pourrait tromper les agents économiques et donc augmenter le niveau de l'output.

Alors les nouveaux classiques critiquent aussi une politique monétaire Keynésienne discrétionnaire, cette politique affecte le secteur réel (la production et l'emploi) si et seulement si elle est imprévisible. Et comme les anticipations rationnelles sont formées sur la base de toute l'information disponible, les seuls éléments imprévisibles sont ceux qui sont le résultat du hasard et non corrélés avec des événements antérieurs. La politique de stabilisation est donc inutile et inefficace. Alors il vaut mieux suivre une règle appropriée et à priori que modifier l'offre de

¹³⁶MUTH J., "Rational Expectations and The Theory of Price Movements" *Econometrica* juil.1961, 29, pp315-335.

¹³⁷SARGENT T. ET WALLAS N., "Rational Expectations, The Optimal Monetary Instrument and The Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, Avril 1975,83,2.

monnaie en réponse aux événements conjoncturels. Ces propositions ont abouti à la mise en œuvre du problème dit de "l'incohérence temporelle"¹³⁸ des politiques économiques (BARRO ET GORDON 1983)¹³⁹

Pour cette école, la monnaie est neutre, le critère en cette matière n'est plus entre court terme et long terme comme cela était dans l'analyse de FRIEDMAN, mais entre ce qui est anticipé et ce qui ne l'est pas et encore si les agents économiques ont une information parfaite. Les nouveaux classiques ont introduit aussi une repture dans la théorie monétaire. En effet il existait un consensus autour de la non neutralité à court terme de la monnaie à partir de l'effet de portefeuille. Car des modifications de la quantité de monnaie avaient des effets sur l'output et les prix (Tobin 1958), tandis que les nouveaux classiques ne s'intéressent plus aux effets de substitution mais aux problèmes liés à l'illusion monétaire.

3.3.4 La politique monétaire et les nouveaux Keynésiens

L'analyse de la nouvelle macroéconomie classique a été l'objet de multiples critiques par la nouvelle génération Keynésienne dénommée les nouveaux Keynésiens (*New Keynesian Economics*). Cette génération se place dans le prolongement des réflexions sur l'équilibre non Walrasien. Selon elle, les fluctuations de l'activité économique sont des conséquences de défaillances du marché. Les imperfections des marchés se manifestent par la vélocité des prix et salaires qui ne les permettent pas de s'ajuster au niveau qui correspond à l'équilibre Walrasien. Les recherches entamées par les nouveaux Keynésiens visent à fournir un fondement microéconomique incontestable au résultat Keynésien. Afin d'expliquer pourquoi les prix ne s'ajustent pas en les endogénéisant. Les auteurs de la nouvelle macroéconomie Keynésienne étudient les situations de concurrence imparfaites et le problème de l'imperfection de l'information. Les équilibres qui en résultent comportent des caractéristiques d'inefficacité qui nécessitent l'intervention de la politique économique dont la politique monétaire.

¹³⁸ L'incohérence temporelle signifie que certaines politiques apparaissent optimales aujourd'hui (promesse d'une faible inflation), mais ne les sont plus ensuite, une fois que les agents ont ajusté leur comportement en fonction des mesures prises.

¹³⁹ BARRO R. et GORDON D., "Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy" *Journal of Monetary Economics* 12, 2, 1983.

Pour les nouveaux Keynésiens, l'existence de contrat de travail qui fixe à l'avance le niveau des salaires nominaux ont des conséquences très importantes en ce qui concerne l'efficacité de la politique monétaire, qui redevient contrairement aux affirmations des nouveaux Classiques un instrument de stabilisation (BLANCHARD(1991)¹⁴⁰. Une politique discrétionnaire peut agir sur le niveau de l'emploi car elle est le seul moyen d'action sur le salaire réel. En effet si les salaires sont fixés par contrat et que l'offre de monnaie varie sur la base des données conjoncturelles postérieures à la date de signature de contrat, elle peut créer un effet de surprise sur les prix bien qu'elle était anticipée. Les prix étant flexibles, mais les salaires fixés, les salaires réels peuvent baisser et cela peut induire une augmentation de la production contrairement aux résultats des modèles de la nouvelle école classique. La monnaie n'est pas donc neutre.

Encore, les phénomènes liés aux imperfections et aux asymétries de l'information notamment sur les marchés financiers et du crédits (GREENWALD et STIGLITZ 1987)¹⁴¹ ont été un centre de recherche qui a pour conséquence des rationnements de crédits de la part des banquiers (STIGLITZ et WEISS 1981)¹⁴². Car les banques, en face à l'information insuffisante qu'elles procèdent sur les emprunteurs, sont soumises à des phénomènes d'anti-sélection ou de risque moral. De ce fait les banques n'ont pas d'intérêt à augmenter trop le taux d'intérêt en présence d'un excès de demande de crédit, car cela peut diminuer le taux de rendement des prêts du fait d'un encouragement à la prise de risque inconsidérée de la part des emprunteurs.

L'introduction du phénomène d'asymétrie d'information sur les marchés financiers conduit à envisager que les canaux de transmissions de la politique monétaire n'opèrent plus seulement par l'intermédiaire de la demande de monnaie et des encaisses des agents économiques, mais par le moyen de disponibilité du crédit dont disposent les agents emprunteurs de la part des banques. Par conséquent, les autorités monétaires affectent par leurs décisions la capacité des prêts des banques

¹⁴⁰BLANCHARD O., "Why Does Money Affect Output?" A. Survey in B. Friedman et F Hahn, *Hand book, of Monetary Economics*, 1991, Vol 2 North Holland.

¹⁴¹ GREENWALD B. et STIGLITZ J., " *Keynesian New Keynesian and the New Classical Economics*", Oxford Economic Papers, 1991, 39.

¹⁴²STIGLITZ J. et WEISS A., " Credit Rationing in Markets With Imperfect Information", *American Economic Review*, 1981, 71, 3.

en introduisant "*un canal de crédit*" de la politique monétaire. C'est un rôle important donné aux banques dans le financement de l'économie.

FRANKLIN et DOUGLAS (2000)¹⁴³ sont particulièrement intéressés aux liens entre la politique monétaire et la hausse spéculative de prix des actifs. Ces hausses des prix apparaissent lorsqu'il y'a des problèmes de coordination et d'organisation entre le système bancaire et les investisseurs. En effet, les banques ne peuvent pas observer les choix des investisseurs et la manière dont-ils gèrent les fonds privés. Ceci pose en plus un problème de transfert du risque et qui engendre une flambée des prix des actifs. A ce problème de transfert de risque s'ajoute l'incertitude sur la politique monétaire et le montant de crédit à allouer aux investisseurs.

Pour Franklin Allen, plus le risque et l'incertitude sur la politique monétaire sont grandes, plus l'ampleur des bulles peut être importante. La banque centrale doit donc garder l'incertitude sur la politique monétaire à son minimum.

Les modalités de la mise en œuvre des canaux de transmission de la politique monétaire ont été entreprises par plusieurs travaux dont le modèle de BERNANKE et BLUNDER ¹⁴⁴(1988). Ce modèle met en évidence d'un canal strict de crédit à côté d'un canal monétaire plus connu dans l'interaction entre sphère financier et sphère réelle. Le canal monétaire passe par le taux d'intérêt et l'effet de la variation du coût de capital. Le canal du crédit alors lui montre la transmission des chocs monétaires à l'économie s'opère par l'offre des crédits des banques et non par la demande de monnaie de la part des agents économiques non financiers, et le mécanisme de transmission concerne l'ensemble du bilan des banques c'est-à-dire non seulement le passif mais aussi l'actif.

Ainsi la mise en évidence du canal du crédit a permis de préciser les effets de la politique monétaire qui peut amener à une réduction du crédit, soit par

¹⁴³ L'importance de la prise en compte des prix des actifs a été soulignée récemment par Greenspan (1999).

- *La politique monétaire dans un environnement financier en mutation: Perspectives économiques de l'OCDE* 2000. On trouvera une analyse similaire pour un plus grand nombre de pays de l'OCDE dans Mylonas *et al.* (2000)

Voir BERNANKE, B.S. et GERTLER M. (1999), FAVERO C.A., GIAVAZZI F. et FLABBI L. (1999), GOLDMAN SACHS (1999), GREENSPAN, A. (1999), MYLONAS, P., SCHICH S. et WEHINGER G. (2000), TRACY, J., SCHNEIDER H. et CHAN S. (1999).

¹⁴⁴ BERNANKE B. et BLUNDER A., "Credit Money and Aggregate Demand", *American Economic Review*, Mai 1988, pp.101-121.

l'intermédiaire du canal monétaire ; une réduction de la demande de crédit des entreprises suite à une hausse des taux d'intérêts, soit par l'intermédiaire du canal du crédit en réduisant l'offre de crédit des banques suite à une baisse de leur liquidité

3.3.4 La politique monétaire en économie ouverte

3.3.4.1 Le modèle de Mundell-Fleming

L'analyse Keynésienne dans le modèle IS-LM se place dans le cadre d'une économie fermée. Elle a ignoré en particulier le taux de change et les soldes extérieurs ; les deux variables clés qui relient une économie au pays étrangers. Cette insuffisance est complétée par le modèle de Mundell-Fleming¹⁴⁵ élaboré dans les années soixante. Ce modèle introduit dans le schéma IS-LM le solde commercial, le solde des capitaux, le taux de change et le régime auquel il est soumis¹⁴⁶. Si la balance courante et les mouvements de capitaux sont libres et si leur élasticité au taux d'intérêt est forte alors ce lui-ci est fixé par le taux d'intérêt étranger ($i = ie$).

Où i est le taux d'intérêt national et ie le taux d'intérêt étranger.

Cette contrainte est représentée par la droite d'intégration financière et correspond à la vérification de la parité des taux d'intérêts. Donc il faut tenir compte du solde de la balance des paiements. Ainsi l'équilibre complet du modèle est défini par l'intersection des courbes IS, LM et BP qui représente le solde de la balance des paiements (graphique 3.11).

$$BP = X(e) - (e) \Theta y + f(i - ie) \quad (3.9)$$

Où: X est le montant des exportations, e le taux de change, y le revenu et Θ la propension à importer. La pente de la droite BP dépend de la propension marginale à importer et de l'élasticité des mouvements des capitaux au taux d'intérêt. La variation du solde de la balance courante (ΔBP) est égale à la variation des réserves de changes de la banque centrale ΔR , les quelles sont une source de l'offre de monnaie nationale. Ainsi la courbe LM doit tenir compte de ΔR qui devient alors:

$$M_0 + R = L_1 + L_2 \quad (3.10)$$

¹⁴⁵MUNDELL R. A, "Capital mobility and stabilisation policy under fixed and flexible exchange rate" ; *Canadian Journal Of Economics and political science* ,29,pp_475_885,1963.

FLEMING J.M, « Domestic Financial Policies Under Fixed And Floating Exchange Rates » IMF *Staff Paper*,9, pp 369-379,1962.

¹⁴⁶ Voir par exemple BERAUD, 1992, BURDA et WYPLOZ, 1993 CABANNES 1994, BASSONI et BRIETONE, 1994.

Et la courbe IS doit intégrer le solde de la balance courante (bc) de telle sorte que:

$$Y = C + I + G + BC \quad (3.11)$$

On se donne comme contrainte que $BP = 0$, de cette dernière on tire une droite qui représente tous les couples y , et i qui donnent un équilibre de la balance des paiements. Cette courbe peut être variable mais croissante, parce que toute augmentation du revenu national, pour un taux de change fixe tend à induire un déficit commercial car, en fonction de la propension à importer, les importations augmentent plus vite que les exportations. Il faut donc que le taux d'intérêt national s'élève pour attirer les capitaux étrangers et de compenser, par un excédent de solde de la balance des capitaux, la détérioration du solde courant figure (3.11).

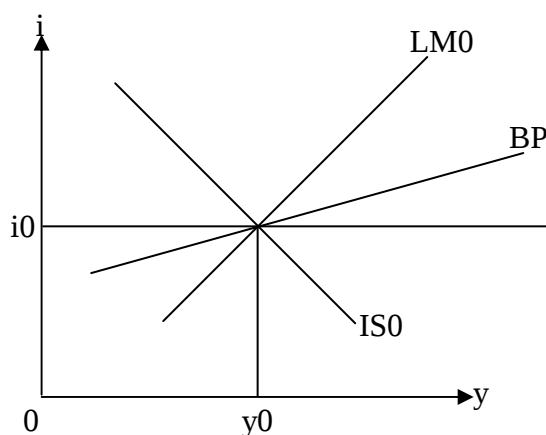


Figure 3.11. L'équilibre général dans une économie ouverte.

Le modèle montre qu'en régime de change fixe, la politique monétaire est inefficace: un accroissement de l'offre de monnaie n'augmente pas la production et ne diminue pas le taux d'intérêt de façon durable. Dans un premier temps, une politique monétaire expansionniste induit une baisse du taux d'intérêt, mais parce que le taux d'intérêt national devient trop bas par rapport aux taux d'intérêt étrangers, il se produit une sortie massive de capitaux qui exerce une pression à la baisse sur le taux de change. La banque centrale, pour défendre la parité de sa monnaie, doit vendre des devises étrangères et en contre partie racheter sa monnaie qui provoque une réduction de la masse monétaire en circulation. Ce phénomène agit inversement à l'expansion monétaire initiale dans le sens d'une remontée du taux d'intérêt et d'un rééquilibrage des mouvements de capitaux. En finale il n'en résulte aucun accroissement de la production ou de revenu.

Le rôle des politiques monétaire et budgétaire en régime de change fixe montre ce que l'on appelle le triangle d'incompatibilité. En effet il est impossible d'obtenir conjointement des taux de change fixe, une libéralisation des mouvements de capitaux et l'indépendance des politiques monétaires nationales. Il est en même temps impossible d'obtenir l'équilibre interne et externe à l'aide d'un seul des deux types de politique. Il faut donc une mixture de celles-ci, en assignant chacune à son objectif: la politique budgétaire à pour rôle d'assurer l'équilibre interne et la politique monétaire celle de l'équilibre externe.

Par contre, dans le contexte du régime de change flottant ou flexible, la politique monétaire est efficace et la politique budgétaire est inopérante. La banque centrale n'a plus à intervenir pour défendre la valeur externe de la monnaie nationale. Elle peut poursuivre une politique monétaire indépendante, car le taux de change varie en fonction du solde des paiements extérieurs. Une détérioration du solde va faire déprécier le taux de change. De même, cette dépréciation, à son tour permet de rétablir le solde des paiements courants puisqu'elle stimule les exportations et décourage les importations. Ainsi l'effet des politiques économiques est inversé par rapport au régime de taux de change fixe.

3.3.4.2 L'approche monétaire de la balance des paiements

Cette théorie est issue des travaux de FRENKEL et JOHNSON (1976)¹⁴⁷. Elle traite le solde des paiements extérieurs comme un pur phénomène monétaire et reflète les conditions du marché monétaire (C'est-à-dire les variations de l'offre et la demande de la monnaie). Les facteurs réels ne sont pris en compte que par l'intermédiaire de leurs impacts sur l'offre et la demande de monnaie. Ainsi, toute déviation entre les encaisses désirées et les encaisses effectives se traduit par un excédent ou un déficit de la balance des paiements. Cette théorie reprend les fondements de l'approche monétariste, à savoir une demande de monnaie stable, dont la demande de monnaie dépend du revenu et du taux d'intérêt:

$$M_d = P f(y, i) \quad (3.12)$$

L'offre de monnaie est égale à la monnaie créée en fonction du crédit et des réserves de change de la banque centrale:

¹⁴⁷FRENKEL J.A et JOHNSON H.G., " *The Monetary Approach to the Balance of Payment*", Allen and Unwin , 1976.

$$M_s = D + R \quad (3.13)$$

En régime de change fixe, un excédent de la balance des paiements extérieurs est la conséquence soit d'un excès de la demande interne de monnaie soit d'un excès de création de la monnaie à l'étranger et un déficit est donc le résultat soit d'un excès de l'offre de la monnaie nationale, soit d'une demande de monnaie surabondante à l'étranger. Suite à une augmentation de la masse monétaire par un accroissement des crédits bancaires (niveau des prix fixes), la demande de monnaie nationale ne peut pas s'ajuster et les encaisses monétaires effectives sont excédentaires. Les agents vont les dépenser à l'étranger. En d'autre terme l'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie s'opère par le déficit de la balance des paiements extérieurs et une perte de réserve de change. Le retour à l'équilibre est atteint par une réduction de l'excès d'offre intérieur (R diminue et compense l'accroissement de D), donc, M_s reste stable et une égalité entre encaisses effectives et encaisses désirées.

Le raisonnement inverse va pour une offre de monnaie insuffisante par rapport à la demande qui génère un surplus de la balance des paiements extérieur et un accroissement des réserves de change. Ainsi l'approche monétaire de la balance des paiements propose un mécanisme d'ajustement automatique et de correction des déséquilibres de la balance des paiements. La politique monétaire nationale n'est plus discrétionnaire et ne peut déterminer que l'offre de crédits. Donc, la politique monétaire n'a aucun effet réel et aucun impact sur l'offre de monnaie.

Au contraire, en régime de change flexible, où le taux de change est déterminé par la loi du marché des devises étrangères (l'offre et la demande) la politique monétaire trouve son impact et va déterminer le taux de change et le niveau naturel des prix. Car grâce aux variations de taux de change, les déséquilibres de la balance des paiements extérieurs ne peuvent apparaître, de même que les modifications des réserves de change. Ce taux équilibre l'offre et la demande de monnaie et l'hypothèse de la parité du pouvoir d'achat qui est critiquée en régime de change fixe devient centrale:

$$P = e P^* \quad (3.14)$$

D'où P^* est le niveau des prix étrangers, et e = le taux de change.

En conséquence, tout déséquilibre de change peut être résorbé par une politique strictement monétaire en accord avec les principes monétaristes.

3.3.4.3 Le modèle de Dornbusch (rigidité des prix et anticipation)

L'analyse de DORNBUSCH¹⁴⁸ propose un modèle dont les prix des biens s'ajustent plus lentement que les prix des actifs financiers c'est-à-dire le taux d'intérêt et le taux de change qui restent parfaitement flexibles. Le taux de change varie immédiatement sous l'effet des mouvements des capitaux qui vérifient la réalité de la condition de parité non couverte des taux d'intérêts. Une autre condition du modèle est la vérification de la parité du pouvoir d'achat (PPA). A long terme, cette dernière niveau d'équilibre de taux de change nominal. Du fait que les prix des biens sont rigides, les déviations par rapport à la PPA ne se résorbent que lentement. La fonction de demande de monnaie est identique à celle du modèle monétaire c'est-à-dire :

$$M_d = P f(y, i). \quad (3.15)$$

Le taux de croissance des prix des biens dépend, d'une part, de l'offre des biens qui est exogène et d'autre part, de la demande de ces derniers qui est une fonction décroissante du taux d'intérêt. Elle dépend aussi du taux de change réel qui mesure la compétitivité du pays.

Un accroissement de l'offre de monnaie fait baisser le taux d'intérêt sur le marché de la monnaie et qu'à court terme, l'excès de la masse monétaire ne peut se résorber par une variation des prix. L'équilibre monétaire nécessite une hausse de la demande des encaisses réelles, que seule une baisse du taux d'intérêt peut l'assurer. Cette baisse du taux d'intérêt provoque des sorties de capitaux. Les agents rationnels anticipent que le taux de change réel doit se déprécier du fait de la hausse des prix qui va se produire et de la PPA. Cependant, du fait de l'application de la parité non couverte des taux d'intérêt, le taux de change devait s'apprécier de façon compensatoire à la baisse du taux d'intérêt.

Celle-ci est résolue par un mécanisme de sur ajustement du taux de change (*Overshooting*) il va se déprécier dans le premier temps au de là de ce qu'exigerait, mais à long terme c'est la vérification de la PPA. Il va donc devoir, dans un

¹⁴⁸ DORNBUSCH R., "Expectations and The Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, vol.84, 1976.

deuxième temps, s'apprécier pour retrouver de façon à rendre compatible l'équilibre du marché financier et des changes avec celui des biens. En effet, dans une première phase, la baisse du taux d'intérêt et la dépréciation du taux de change réel stimulent la demande interne et externe des biens ce qui fait augmenter les prix ,et c'est ce mouvement qui amène le taux de change nominal à son niveau de long terme correspondant à la PPA. Donc à la fin l'ajustement de taux de change se déprécie d'une valeur égale à la hausse de l'offre de monnaie, le taux de change réel et le taux d'intérêt reviennent à leur niveau antérieur (figure 3.12):

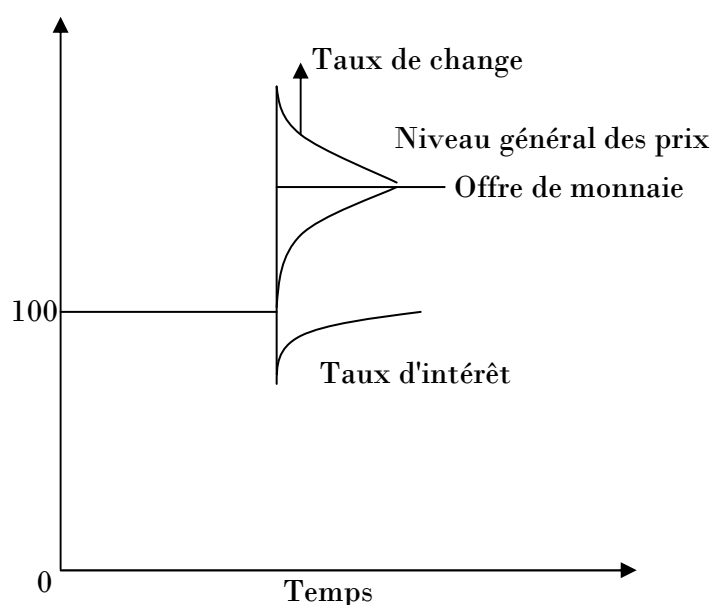


Figure 3.12. Effet d'une expansion monétaire dans le modèle de DORNBUSCH.

Source: SROEN (1993) "*Finances Internationales*", COLIN p.105.

3.3.4.4 Les cycles économiques et le rôle de la politique monétaire

Les cycles économiques sont une conséquence de l'action de facteurs et de processus variés. Ils peuvent être déclenchés et favorisés par différents types de chocs affectant l'offre et la demande sur les marchés financiers et des biens et services. Institutionnelles de l'économie. Les politiques économiques influencent le cycle, non seulement en agissant directement sur l'offre et la demande globales, mais aussi en déterminant les anticipations et la forme prise par les institutions. Temps, en partie de manière cyclique, sous l'effet, comme on pouvait s'y attendre, du cycle économique lui-même.

À la suite de la crise de 1929, Keynes (1936) a plaidé en faveur de politiques de stabilisation ; en particulier, la politique monétaire devait contribuer à la stabilisation du cycle dans certaines circonstances. Keynes et ses disciples défendaient des politiques de stabilisation sur la base de deux postulats : d'une part, la rigidité à la baisse des salaires (et des prix) et, d'autre part, le concept de préférence pour la liquidité, qui veut que la demande de monnaie dépende également du taux d'intérêt, c'est-à-dire le coût d'opportunité de la détention de monnaie. Le premier postulat, à savoir la rigidité des salaires à la baisse, implique que l'économie ne retrouve pas automatiquement une situation de plein emploi après une baisse de la demande globale. On justifie ainsi la nécessité d'une politique de stabilisation. Considérés globalement, ces deux postulats conduisent au constat selon lequel, si la demande globale est insuffisante, un accroissement de l'offre nominale de monnaie peut faire revenir la production à son niveau d'équilibre de plein emploi, pour autant que l'on ne se trouve pas en présence d'une « trappe à liquidité » liée à des taux d'intérêt très bas. La faisabilité d'une politique monétaire aux vertus stabilisatrices est ainsi établie, bien que son efficacité dépende de la situation des marchés de capitaux. Le récent ralentissement économique semble démontrer toute la pertinence du paradigme keynésien, en particulier en ce qui concerne ses causes, ses caractéristiques et les remèdes potentiels : on peut citer l'atonie des impulsions incontrôlées des entrepreneurs, la hausse des salaires nominaux en dépit de la morosité de l'activité et le niveau historiquement bas des taux d'intérêt, que ce soit aux États-Unis et dans la zone euro, ou même au Japon dont les taux d'intérêt ont atteint zéro. Toutefois, ce paradigme n'explique pas complètement les causes et la nature du ralentissement économique actuel. Pour cette raison, il ne faut en tirer aucune conclusion directe, ni sur l'orientation appropriée de la politique monétaire, ni sur son efficacité potentielle. Une question théorique fondamentale, qui a une incidence capitale sur la dynamique du cycle et le rôle stabilisateur de la politique monétaire, a trait à la nature et à la stabilité de la relation entre l'inflation et les fluctuations de la production à court et long termes.

Depuis plus de quarante ans, cette question est au cœur du débat théorique et des études économétriques associées, et ce depuis que Phillips (1958)¹⁴⁹ a observé une relation empirique apparente entre la croissance des salaires et le taux de chômage. La nature de cette relation, en particulier sa dynamique de court terme, s'est révélée plus complexe que ce qui avait été initialement envisagé, car elle traduit l'incidence de plusieurs facteurs qui influencent les comportements sur les marchés des biens et services et du travail, à savoir les anticipations des agents, l'imperfection des informations, les dispositifs contractuels et les mécanismes d'ajustement du marché. Certains aspects de cette relation ne sont pas encore tranchés, car les données pertinentes ne sont pas considérées comme définitives. Il est d'ailleurs intéressant de noter que certaines questions en suspens concernent des préoccupations actuelles. Les résultats empiriques des travaux de Phillips ont étendu la connaissance de la politique de stabilisation en choisissant le taux de chômage et le niveau de la production correspondant durablement à un certain niveau d'inflation à long terme. L'arbitrage sur le long terme entre croissance et inflation constituait la base de la politique de gestion de la demande globale et de lutte contre l'inflation à la fin des années cinquante et dans les années soixante en dépit de la relative fragilité des fondements théoriques de cette relation (voir Samuelson et Solow, 1960)¹⁵⁰.

Tobin (1972)¹⁵¹ a avancé une théorie soutenant l'existence d'une courbe de Phillips à long terme qui ne serait pas verticale. À la suite de ses observations, il soutient que la rigidité à la baisse des salaires nominaux nécessite un certain niveau d'inflation pour permettre aux salaires réels de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture. Cette thèse, qui a été récemment approfondie et affinée sur la base des données empiriques, avance que les salariés acceptent moins facilement les baisses de salaires en termes relatifs si celles-ci entraînent des baisses de salaires en termes nominaux. Par conséquent, l'inflation fournit un moyen de synchroniser les baisses de salaire réel dans l'ensemble de l'économie.

¹⁴⁹Phillips A. W. : « The relation between unemployment and the rate of change of money wage "rates in the United Kingdom, 1861-1957 », *Economica*, 1958 vol 25, p. 283-299.

¹⁵⁰Samuelson P.A. et Solow R.M. :, " Analytical aspects of anti-inflation policy ", *American Economic Review*, 1960 vol 50, p. 177-194.

¹⁵¹Tobin J., " Money and Income ", *Quarterly Journal of Economics*, 1972, vol84, p. 301-329.

L'accélération de l'inflation à la fin des années soixante et au début des années soixante-dix a contribué à la résurgence d'idées classiques et monétaristes à propos de la relation entre la croissance et l'inflation et du rôle de la politique monétaire. Chacun de leur côté, Friedman (1968) et Phelps (1968)¹⁵² ont élaboré des théories fondées sur la notion d'un taux naturel de chômage (ou de niveau de la production) pour expliquer les écarts de production par rapport au niveau potentiel ou à l'évolution tendancielle de la croissance. Ces écarts ne résulteraient pas d'une modification de la demande globale, mais d'anticipations erronées sur les prix et d'une mauvaise évaluation des salaires réels. Comme ce sentiment ne peut être que temporaire, les écarts de la production par rapport à son niveau potentiel de long terme le seront également. Deux conclusions principales ont été tirées de cette analyse : en premier lieu, il n'existe aucun arbitrage possible entre l'inflation et la croissance sur le long terme. En second lieu, les anticipations et leur contenu jouent un rôle crucial dans l'apparition des fluctuations affectant la production sur le court terme et ont une influence déterminante sur l'efficacité de la politique monétaire dans la stabilisation de la production.

Lucas (1972, 1976)¹⁵³ et ses émules ont approfondi la théorie de Friedman et Phelps, parvenant à des conclusions néoclassiques saisissantes quant à la nature de la dynamique de l'économie et au rôle de la politique monétaire. Sur la base des hypothèses selon lesquelles a) les anticipations sont « rationnelles » et b) les prix et les salaires sont suffisamment flexibles, ils ont démontré que les fluctuations de la production autour de son niveau d'équilibre de long terme, imputables aux chocs affectant la demande, sont temporaires, présentent une distribution aléatoire et, selon toute probabilité, de faible ampleur. Ils ont également montré qu'il n'existe aucun arbitrage de court terme le long de la courbe de Phillips qui puisse être utilisé par la politique monétaire pour stabiliser l'économie. Ils en ont donc conclu qu'il n'était pas nécessaire que la politique monétaire stabilise la production et qu'elle

¹⁵²Phelps E., "Money-wage dynamics and labour market equilibrium", *Journal of Political Economy*, 1968, vol 76, p. 678-711.

¹⁵³Lucas R., "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, 1972 vol 4, p. 103-124.

- Lucas R., "Econometric policy evaluation: a critique", *Journal of Monetary Economics, supplement series*, 1976 vol 1, p. 19-46.

n'était pas en mesure de le faire. En outre, ils ont mis en garde contre le risque d'erreur inhérent aux politiques monétaires et budgétaires excessivement proactives. On a eu recours à cette analyse pour souligner les avantages offerts par une stratégie fondée strictement sur un objectif monétaire.

Néanmoins, l'ampleur et la durée des fluctuations macroéconomiques dans les années soixante-dix et quatre-vingt ont démontré clairement l'existence de certaines formes de rigidités nominales, qui ne peuvent être ignorées. En outre, même si les anticipations des agents économiques devraient, en principe, se former « rationnellement », l'expérience montre qu'elles sont fondées sur des informations limitées sur la structure de l'économie par rapport aux hypothèses des modèles théoriques. Ces faits ont conduit à l'élaboration de théories qui, tout en acceptant les postulats néoclassiques et le « caractère rationnel » des anticipations, impliquent l'existence d'arbitrages de court terme entre inflation et production pouvant être utilisés par les banques centrales. De plus, des règles précises de politique monétaire ont été proposées et évaluées, notamment par Taylor (1996, 1999)¹⁵⁴. Elles visent à réduire au minimum les fluctuations des prix et de la production autour des objectifs de la politique économique.

Dans l'environnement de faible inflation des années quatre-vingt-dix, un certain nombre d'arguments théoriques ont été présentés, parallèlement à certaines données empiriques, pour conforter la thèse selon laquelle, en période de faible inflation, il existe une relation stable à long terme entre l'inflation et le chômage. Auparavant, on avait prétendu que les cycles économiques engendrés par des chocs affectant la demande pouvaient avoir des effets permanents sur l'offre globale. Akerlof, Dickens et Perry (1996, 2000)¹⁵⁵, reprenant les thèses de Tobin, ont soutenu qu'un taux de chômage élevé pouvait perdurer en présence d'une inflation très basse et que, par conséquent, il pourrait être nécessaire d'accepter une inflation modérée pour « huiler les mécanismes » du marché du travail. En particulier, ils ont

¹⁵⁴Taylor J., "How should monetary policy respond to shocks while maintaining long-run price stability?", in *Achieving Price Stability, The Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1996.

- Taylor J., "Monetary policy rules", University of Chicago Press, Chicago, 1999.

¹⁵⁵Akerlof G., Dickens W et Perry G., "The macroeconomics of low inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, vol 1, p. 1-59.

- Akerlof G, Dickens W. et Perry G., "Near rational wage and price setting and the long-run Phillips curve", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2000 vol 1, p. 1-44.

calculé que, face à une rigidité à la baisse des salaires, une tentative de réduction de l'inflation pour la ramener de 3 % à zéro se traduirait par une remontée du taux d'équilibre du chômage de 2,6 % aux États-Unis. Adoptant une approche différente, Wyplosz (2001)¹⁵⁶ a mis en évidence certains indices attestant que le mécanisme est « bien huilé » lorsque le niveau de l'inflation en Europe est bas. La pertinence de ces résultats pour le choix d'un objectif approprié de stabilité des prix est évidente. Toutefois, les preuves de l'existence de rigidités nominales sont contrastées.

Dans le même esprit, et en se fondant sur la notion d'hystérésis du chômage, Blanchard et Summers (1986, 1987)¹⁵⁷ ont souligné que les cycles économiques peuvent exercer des effets permanents sur l'offre. Plusieurs raisons peuvent expliquer une telle évolution. C'est ainsi que, à la suite d'une récession et d'une montée consécutive du chômage, les efforts des sans-emploi pour retrouver du travail et la valeur de leur capital humain diminuent progressivement au fur et à mesure que la durée du chômage s'allonge, et ils deviennent alors moins intéressants aux yeux des employeurs potentiels. Un autre exemple est donné par les modèles « *insider-outsider* » (opposition entre travailleurs intégrés et travailleurs exclus) du type de ceux élaborés par Lindbeck et Snower (1986)¹⁵⁸ dans lesquels les syndicats fixent les salaires en ne prenant en compte que les intérêts des employés du moment, ce qui implique que les salaires sont trop élevés pour permettre le retour à l'emploi des chômeurs. Ces théories démontrent que la politique monétaire doit s'efforcer de prévenir des hausses significatives et persistantes du chômage afin d'accélérer son retour à un taux « naturel » d'équilibre. Il s'agit également d'éviter que des fluctuations cycliques n'exercent des effets durables sur la croissance potentielle et le taux de chômage « naturel ».

Quelles sont les implications des diverses théories et des observations qui les appuient pour le rôle que la politique monétaire peut jouer dans la stabilisation du

¹⁵⁶Wyplosz C., "Do we know how low should inflation be?", in Why price stability?, édité par A. Garcia Herrero et alii, Banque centrale européenne, Francfort-sur-le-Main, 2000.

¹⁵⁷Bernanke B. et Gertler M., "Monetary policy and asset price volatility", in New Challenges for Monetary Policy, *The Federal Reserve Bank of Kansas City* 1999.

¹⁵⁸Lindbeck A. et Snower D., "Wage-setting, unemployment and insider-outsider relations", *American Economic Review*, Mai, 1986, p. 235-239.

cycle économique ? Les universitaires restent, semble-t-il, divisés sur cette question, bien que les points de vue aient convergé fortement au cours des vingt dernières années. Il existe une longue liste d'articles présentant les avantages et les inconvénients d'une politique monétaire anticyclique. J'aimerais mettre en exergue deux contributions qui ont soutenu les deux thèses de manière à la fois exhaustive et énergique : il s'agit des interventions de Franco Modigliani (1977)¹⁵⁹ et Robert Lucas (2003)¹⁶⁰, en tant que présidents de l'Association américaine des économistes, lors des assemblées annuelles de l'Association. Il est intéressant de noter que, bien qu'ils aient des approches et des conclusions différentes à propos de la nécessité et de l'opportunité d'une politique monétaire anticyclique, ces deux économistes de renom reconnaissent tous deux la validité de plusieurs propositions fondamentales concernant, d'une part, certaines caractéristiques essentielles du fonctionnement de l'économie et, d'autre part, les effets de la politique monétaire sur les agrégats macroéconomiques.

Tout en présentant les arguments en faveur des politiques de stabilisation, Modigliani (1977) reconnaît que l'économie n'est pas par nature instable et que des tentatives ambitieuses de réglage fin conjoncturel peuvent avoir des effets déstabilisateurs. Il souligne que la monnaie est neutre sur le long terme, tout en s'interrogeant sur la pertinence de cette notion de long terme d'un point de vue opérationnel. Toutefois, estimant que l'économie est loin d'être à l'abri de chocs, il soutient que des politiques de stabilisation peuvent jouer un rôle important en maintenant l'économie sur la voie du plein emploi. Il considère, en particulier, que les politiques de stabilisation n'ont pas été efficacement utilisées pour faire face aux chocs d'offre majeurs au milieu des années soixante-dix, ce qui a engendré une instabilité croissante.

Lucas (2003), pour sa part, s'interroge sur l'importance des avantages offerts par les politiques de stabilisation. Il reconnaît que, en ayant recours à la fois aux instruments monétaires et budgétaires, les politiques macroéconomiques ont réussi à protéger l'économie des risques de déflation. Il estime toutefois que les bénéfices en termes de bien-être tirés des politiques de stabilisation actives sont négligeables :

¹⁵⁹Modigliani F. et Papademos L. " Optimal demand policies against stagflation ", *Weltwirtschaftliches Arch*, 1978 vol 114, p. 736-781.

¹⁶⁰Lucas R. , " Macroeconomic priorities ", *American Economic Review*, 2003 vol 93(1), p. 1-14.

tout juste un point de pourcentage de la consommation globale aux États-Unis. Ce gain minime doit être apprécié en fonction du risque qu'une politique inadaptée n'aggrave en fait la situation conjoncturelle. À l'inverse, Lucas souligne que les politiques publiques (monétaire et budgétaire ainsi que structurelle dans la sphère réelle et dans le secteur financier) axées sur l'offre peuvent stimuler la croissance et promouvoir le bien-être. En ce qui concerne la politique monétaire, il estime qu'elle doit fournir un cadre nominal stable pour la formation des anticipations des agents économiques. Pour cela, elle doit en tout premier lieu assurer la stabilité des prix.

Bien qu'il existe encore des différences entre les approches théoriques relatives à l'analyse des cycles économiques et que le rôle de la politique monétaire dans la stabilisation des fluctuations de la production continue de donner lieu à des points de vue divergents, on a assisté à une forte convergence des approches et des théories. Aujourd'hui, les différences d'ordre conceptuel sont beaucoup moins marquées. On reconnaît à présent la valeur de la plupart des éléments du modèle néoclassique. À titre d'exemple, la notion de courbe de Phillips verticale à long terme et l'importance fondamentale des anticipations ne sont plus guère contestées. Parallèlement, les caractéristiques néo-keynésiennes, telles que les rigidités nominales, continuent de jouer un rôle de premier plan dans l'explication des données. La recherche traitant de la politique monétaire optimale (Woodford 2003)¹⁶¹ pour une vue d'ensemble de ces travaux, soulignent que la stabilisation de la production constitue un élément capital. Par ailleurs, ce qu'on appelle la nouvelle synthèse néoclassique, présentée par Goodfriend et King (1997)¹⁶², exprime un consensus qui combine des caractéristiques du modèle néoclassique et des modèles dits du « cycle réel » à des ajustements néo-keynésiens à court et moyen termes. Les modèles utilisés par les banques centrales, dont la BCE, intègrent ces éléments, mettant l'accent sur l'optimisation inter temporelle du comportement des agents économiques et les anticipations rationnelles, tout en

¹⁶¹Woodford M., *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2003.

¹⁶²Goodfriend M. et King R. , *The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy* , in B .Bernanke et J .Rotemberg, éd, NBER Macroeconomics Annual 1997, The MIT Press, Cambridge (Massachusetts).

tenant compte de l'existence de rigidités nominales, de la concurrence imparfaite et de l'imperfection des informations.

3.3.5 La politique monétaire et la théorie fiscale des prix

La "théorie fiscale des prix" nous dit que, dans les cas où la politique monétaire conduit à une indétermination des prix, cette indétermination pourra être levée si le gouvernement met en œuvre des politiques fiscales telles que les dettes gouvernementales "explosent", sauf si les prix sont au "bon" niveau en première période. Les implications de cette théorie pour la politique économique sont évidemment très risquées.

La théorie de la politique monétaire a connu un profond renouvellement avec l'intégration de rigidités nominales aux modèles d'équilibre général intertemporel. La contribution majeure de Clarida, Gertler, et Gali (1999)¹⁶³ en définit le cadre et donne les premiers résultats de cette recherche.

En marge de ces travaux s'est développé un courant de recherches renouant avec le cadre plus ancien des modèles monétaires intertemporels à prix flexibles, tels que ceux de Sidrauski (1967), Brock (1975) et Obstfeld et Rogoff (1983)¹⁶⁴. Un thème particulièrement provocateur, celui de la "théorie fiscale des prix", trouve ses sources dans les travaux de Leeper (1991)¹⁶⁵ et Sims (1994)¹⁶⁶ et s'est constitué en corpus théorique avec les contributions de Woodford (1995, 1996) et de Cochrane (1999, 2003)¹⁶⁷.

Selon cette théorie, au cadre traditionnel assignant aux autorités monétaires le soin de déterminer (et/ou de stabiliser) le niveau général des prix et aux autorités fiscales, celui de garantir l'équilibre budgétaire de l'État, peut se substituer une vision très différente des rôles respectifs de ces deux institutions et de l'équilibre économique qui en résulte. Il existe notamment une situation d'équilibre, répondant en tous points aux exigences d'un équilibre à anticipations rationnelles,

¹⁶³Clarida R., Gertler M., et Gali J., "The Science of Monetary Policy : A new Keynesian Perspective," *The Journal of Economic Literature*, 1999, 37, 1661—1707.

¹⁶⁴Voir, Sidrauski (1967), Brock (1975) et Obstfeld et Rogoff (1983)

¹⁶⁵Leeper E., "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policy," *Journal of Monetary Economics*, 1991, 27, 129-47.

¹⁶⁶Voir, Sims 1994 et Woodford (1995, 1996)

¹⁶⁷Cochrane J., "A Frictionless View of US Inflation," in NBER Macroeconomics Annual 1998, ed. by B. Bernanke, and J. Rotemberg, 1999 pp. 323-344. MIT Press, Cambridge, Mass., USA.

- Cochrane J., "Money as Stock," *mimeo*, Graduate School of Business, University of Chicago, 2003.

caractérisée par une autorité fiscale dominante, au sens de Sargent et Wallace (1981), et une autorité monétaire passive assurant la convergence de la dette publique vers un niveau stationnaire.

Dans la forme la plus simple de la thèse, que l'on trouve exposée dans

L'analyse de Leeper (1991), l'autorité monétaire conserve le contrôle du taux d'inflation de long terme mais perd celui du niveau général des prix à court terme. Comme Sims (1994) et Woodford (1995,1996) l'ont montré, le niveau général des prix qui s'établit est alors le seul qui vérifie la contrainte budgétaire intertemporelle de l'Etat. Cette dernière devient en fait une condition d'équilibre et perd le statut de contrainte au sens traditionnel du terme. Cochrane (1999,2003) donne une interprétation séduisante du mécanisme à l'oeuvre dans ce cas de figure. L'auteur établit un parallèle entre l'équation de valorisation d'une entreprise cotée en bourse et la contrainte budgétaire Intertemporelle de l'Etat. Tout se passe comme si le niveau général des prix s'établissait à un niveau garantissant que la valeur réelle du passif total de L'Etat (dette + monnaie) est bien égale à la valeur actualisée de ses ressources Futures (taxes + revenus du seigneurage) tout comme la valeur boursière totale d'une entreprise est égale à la valeur actualisée de ses revenus nets futurs. L'auteur défend brillamment sa position en arguant que l'Etat n'a pas plus de raisons de considérer que le niveau général des prix est indépendant de sa politique fiscale que les entreprises n'en auraient de penser qu'une augmentation de leurs bénéfices escomptés est sans effet sur leur valeur boursière.

La thèse est provocante et a reçu un accueil très mitigé de la profession. Buiter (1999)¹⁶⁸, Cushing (1999)¹⁶⁹ et McCallum (2001)¹⁷⁰ s'en font les procureurs et estiment qu'il est pour le moins aventureux de laisser penser que les autorités fiscales n'ont pas à se soucier de leur solvabilité. Mais ces critiques sont essentiellement externes et n'entament pas les convictions des partisans de la théorie, convictions qui reposent sur l'analyse logique et rigoureuse de modèles par

¹⁶⁸Buiter W "The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level," *NBER Working Paper* 6396,1999.

¹⁶⁹Cushing M, "The Indeterminacy of Prices under Interest Rate Pegging : the Non-Ricardian Case," *Journal of Monetary Economics*,1999, 44,pp.131-48.

¹⁷⁰McCallum B., "On Non-Uniqueness in Rational Expectations Models : An Attempt at Perspective," *Journal of Monetary Economics*,1983, 11,pp. 137—167

ailleurs orthodoxes. Il est également possible d’appréhender la théorie fiscale des prix en reconsidérant

les conditions de validité de l’équivalence ricardienne mise évidence par Barro (1974). Celle-ci ne s’applique que lorsque les autorités fiscales assurent la solvabilité de l’Etat en respectant sa contrainte budgétaire intertemporelle pour n’importe quelle valeur du niveau général des prix. Dans les termes de Woodford (1995,1996) les autorités fiscales adoptent alors une politique ricardienne ; dans ceux de Leeper, celles-ci sont “passives” et laissent les autorités monétaires mener une politique “active”, ou encore “dominante” permettant le contrôle des prix.

Si, au contraire, les autorités fiscales adoptent une politique non ricardienne, la contrainte budgétaire intertemporelle de l’Etat n’est vérifiée qu’à l’équilibre. Le montant des taxes présentes et futures a alors un effet direct sur le niveau général des prix et ce dernier est déterminé même si les autorités monétaire se contentent de fixer le taux d’intérêt nominal à un niveau constant, contredisant ainsi les résultats de Sargent et Wallace (1975). Dans ce cas, l’équivalence ricardienne ne tient plus, en raison, notamment, de l’effet d’une variation des prix sur le montant de la taxe Inflationniste supportée par les agents privés. Dans deux contributions indépendantes, Cushing (1999) et Bénassy (2000)¹⁷¹ étudient les conséquences d’une politique de fixation du taux d’intérêt nominal en présence d’une autre source d’échec de l’équivalence ricardienne liée à une forme particulière d’hétérogénéité entre les ménages. L’hétérogénéité provient de l’arrivée régulière de nouvelles familles.

En tout cas, sous certaines conditions, mises en évidence par Obstfeld et Rogoff (1983), qui permettent d’éviter les trajectoires hyper inflationnistes. Ou plus exactement, sa version étendue à la présence de monnaie. cours du temps, L’arrivée de ces nouveaux agents donne au modèle étudié une partie des caractéristiques d’un modèle à générations imbriquées et explique notamment l’existence d’effets de richesse, effets absents du modèle avec agent représentatif. Mais, alors que Cushing (1999) tente de démontrer que le niveau général des prix est toujours indéterminé en présence de ces effets, Bénassy (2000) montre, plus clairement, que

¹⁷¹ Bénassy J.P., “Price Level Determinacy under a Pure Interest Rate Peg,” *Review of Economic Dynamics*, 2000, 3, PP. 194—211.

l'indétermination "nominale" décrite par Sargent et Wallace (1975) disparaît et qu'il existe un équilibre stationnaire localement déterminé associé à un niveau général des prix unique à la période initiale. Il existe néanmoins, en règle générale, un autre équilibre stationnaire localement indéterminé vers lequel convergent les multiples trajectoires mises en relief par Cushing (1999).

Le rapport entre ces résultats et ceux de la "théorie fiscale des prix" n'est pas si simple à établir. La présence d'effets de richesse ne permet plus de considérer une règle fiscale simple comme satisfaisant ou ne satisfaisant pas les critères d'une politique ricardienne.

Une des limites de l'approche de Leeper provient, en effet, de la linéarisation qu'il effectue de son modèle pour en étudier les propriétés. Cela revient à négliger la contrainte de positivité du taux d'intérêt nominal. Or, comme Benhabib, Schmitt-Grohé, et Uribe (2001)¹⁷² l'on montré, l'utilisation d'une règle de taux d'intérêt non linéaire, potentiellement "active" autour d'une cible d'inflation mais respectant toujours la contrainte de positivité, ne permet plus d'assurer l'unicité de l'équilibre, même dans un monde ricardien, sous l'hypothèse d'une politique fiscale ricardienne.

3.4 La Conduite de la Politique Monétaire en Algérie

La mission de la banque d'Algérie est de gérer la politique relative à l'argent et aux crédits dans l'économie. Elle concerne notamment la régulation de la masse monétaire par une politique monétaire, son objectif primaire étant de garantir la stabilité monétaire. Ainsi l'objectif final de la politique monétaire menée par la Banque d'Algérie est la stabilité interne et externe de la monnaie. L'objectif intermédiaire retenu est la stabilité de l'inflation. A noter que la création monétaire est vue comme à l'origine de tensions inflationnistes : maîtriser l'inflation suppose donc de maîtriser la création monétaire. A cette fin, la Banque d'Algérie retient un objectif d'inflation de 3%. Pour honorer ce mandat, la Banque d'Algérie appuie son analyse sur un diagnostic économique reposant essentiellement sur un pilier

¹⁷²Benhabib J.S., Schmitt-Grohé, et Uribe M. : "The Perils of Taylor Rules," *Journal of Economic Theory*, 2001, 96, pp. 40—69

monétaire. Elle choisit d'utiliser ses instruments en fonction de ce diagnostic¹⁷³. Donc, la mise en œuvre d'une politique monétaire visant la stabilité des prix par le biais du contrôle d'un agrégat monétaire repose crucialement sur l'hypothèse de stabilité de la demande de monnaie. En effet, l'impact de l'offre de monnaie sur les variables réelles est prévisible seulement si la demande de monnaie est stable, permettant ainsi aux autorités monétaires d'intervenir de manière efficace et prévisible. En Algérie et pendant la gestion planifiée de l'économie, les autorités monétaires ont négligé cet aspect de recherche focalisé sur la fonction de demande de monnaie pour prendre des décisions fiables et appropriées concernant la conduite de la politique monétaire. Pour cela il faut que la monnaie joue son rôle, car, on conçoit bien qu'à travers les fonctions étalon des valeurs et réserve de valeurs, La monnaie occupe une place de premier rang dans la vie économique, comme déterminant du niveau général des prix (étalon des valeurs) et du taux d'intérêt (réserve de valeurs). Et qu', à travers l'incidence de l'équilibre du marché de la monnaie sur les conditions de formation des prix et de taux de l'intérêt, la monnaie exerce, ou peut exercer, une influence majeure sur l'activité économique. La Banque d'Algérie doit prendre en considération ces éléments afin d'intervenir efficacement sur l'activité économique.

Les changements intervenus sur la scène internationale avec l'avènement du mondialisme, l'effondrement du bloc socialiste, le choc pétrolier de 1986, la croissance vertigineuse de la dette extérieure etc.. ont rendu impossible la poursuite de la pratique de la gestion administrative du taux d'intérêt et faire en sorte que la l'offre de monnaie vient pour satisfaire sa demande qui était très liée au besoins du financement des programmes de développements. Alors, devant ces circonstances et une économie de marché devenue inéluctable, que la loi de la monnaie et le crédit N° 90-10 en date du 14/04/1990 a vu le jour.

L'objectif de la loi sur la monnaie et le crédit N° 90-10 du 14.04.1990 en ce référant à l'article de B.H.BAHLOUL sur la réforme du système bancaire en l'Algérie était « de remédier à ces défauts, de faire progresser les méthodes de travail du système bancaire et d'ouvrir le champ au capital privé national ou étranger pour s'y

¹⁷³Rapports De La Banque D'Algérie, Media BANK, le journal interne de la banque d'Algérie, publication bimestrielle.

impliquer sous forme de détention de la propriété entière du capital de la banque privé ou sous la forme mixte de partenariat.

Cette loi a été soumise en 2001 et 2003 à des amendements comportant les dispositions suivantes :

1- Promulgation de l'ordonnance N° 01-01 du 27.02.2001 abrogeant l'article 22 de la loi 90-10 qui détermine la durée du mandat du gouverneur de la banque centrale et de ses adjoints ainsi que les conditions de sa cessation.

2- Augmentation du nombre des membres du conseil de la monnaie et du crédit désignés par le chef du gouvernement de trois (03) à six (06) conformément à l'article 10 de l'ordonnance N° 01-01.

3- Adjonction d'un paragraphe 3 à l'article 46 de l'ordonnance N° 03-11 du 6.08.2003 qui dispose que la banque d'Algérie peut octroyer exceptionnellement au trésor public une avance destinée uniquement à la gestion du service de la dette publique extérieure ».

Plus encore pour que la réforme bancaire puisse produire ses effets au niveau opérationnel, « il est nécessaire d'améliorer les méthodes de travail qui demeurent encore en retard, limitées presque aux opérations de dépôt et de retraits, alors qu'il est nécessaire dans le contexte d'ouverture à l'économie de marché d'introduire les méthodes modernes en appliquant les nouvelles techniques de paiement et de virement, outre les opérations électroniques, la communication interbancaire, qui sont des opérations qui n'ont pas été omises par la réforme du secteur bancaire en instituant l'usage des effets de commerce, du leasing, du crédit fournisseur, du factoring et la titrisation ».

3.4.1 Le rôle de la banque centrale durant la gestion de l'économie planifiée :

La politique monétaire constitue un des éléments de la planification financière durant la période planifiée de l'économie qui était caractérisée par: deux plans quadriennaux 1970-1973 et 1974-1977, une période intermédiaire 1978-1979 et deux plans quinquennaux 1980-1984 et 1985-1989¹⁷⁴ (Pour une lecture approfondie pour cette période consulter les travaux M.GOUMIRI , A.NAAS, A . BENHALIMA).

¹⁷⁴ HENNI A., "*Economie De l'Algérie Indépendante* ", ENAG, Alger, 1991.

Selon A.NAAS « le rôle de la banque centrale dans la mise en œuvre de la politique monétaire consiste donc à gérer et à ajuster l'offre de la monnaie centrale à la demande de cette monnaie .l'ajustement de la banque centrale à la demande de monnaie est effectué par le moyen de:

3.4.2Crédits aux banques commerciales

Ces crédits étaient opérés principalement par le réescompte des effets représentatifs de crédit le à court terme et à moyen terme, mais également, par le recours au marché monétaire. Toute fois, le dysfonctionnement de la planification a été tel que pour éviter le blocage de l'économie, la banque centrale a été amenée à financer les banques en leur accordant des avances.

Le refinancement par le biais de réescompte est destiné à assurer la liquidité bancaire. Mais en raison de l'augmentation progressive de la part relative des crédits à longs termes, au détriment des crédits à moyens termes, dans la structure du financement des investissements planifiés, le volume du réescompte des effets représentatifs de crédit à moyen terme va diminuer en conséquence.

Le recours au marché monétaire, ou seul les banques commerciales peuvent intervenir, c'est pour pallier le dysfonctionnement du système planifié de financement qui était marqué par l'étroitesse et l'absence de souplesse. Mais l'étroitesse de ce marché ne permettait pas aux banquiers de couvrir leurs besoins en liquidité en plus le refinancement revêt des limites liées aux problèmes devenus structurels des entreprises publiques, au rigidité du fonctionnement du système bancaire et au dysfonctionnement de la planification qui ne prend en compte que le volet relatif à la distribution des crédits.

Pour faire face à cette situation la banque centrale a permis aux banques commerciales d'accéder à de nouvelles sources de financement, en leur accordant des avances sans limites et en l'absence de tout contrôle. Ce nouveau mode de

- NAAS A., " *Le Système Bancaire Algérien .De La Décolonisation A L'Economie De Marché* ", MAISONNEUVE et LAROSE, Paris, 2003.

- HAKIKI F., " Economie Officielle Et Pratiques Monétaires Et Financières étatiques (1962-1982) ", *Revue Notes critiques Et Débats*, I.S.E.N 5 1982.

- BENACHENHOU A., " *L'expérience Algérienne De Planification Et de développement, 1962-1982* ", O.P.U, Alger, Deuxième Edition.

- TEMMAR H., " *Les Explications Théoriques De L'Inflation* " O.P.U, 1984.

- BALI H., " *Inflation Et Mal Développement En Algérie* ", O.P.U, 1993.

- GOUMIRI M., " *L'Offre De Monnaie En Algérie* ", Collection Economie ENAG, Alger, 1993

financement fait son apparition à partir de 1981. Alors, cette politique monétaire consiste seulement de façon passive à subvenir aux besoins des banques et du trésor public

3.4.3 Les avances de la banque centrale au trésor public

Selon la même source citée au-dessus « Les concours de la banque centrale au trésor public durant la période de 1970 à 1989 ont été marqués par deux phases distinctes:

- Les avances au trésor entre 1970-1981

Qui a connu des avances relativement modérées, avec une évolution sans exagération. Cette période a été caractérisée par des excédents budgétaires qui ont permis de couvrir des dépenses relevant du budget d'équipement de l'état et aussi une partie des investissements à long terme des entreprises publiques. Ces avances représentaient moins de 10% de la masse monétaire.

- Les avances au trésor entre 1982-1989

Cette période a enregistré des avances importantes, où la part est passée de 9% en 1981 à 32% en 1987. Cette évolution est le résultat de la politique budgétaire et du déficit budgétaire provoqué par l'expansion des dépenses de l'état; des fonds attribués par le trésor dans le cadre de restructuration financière des entreprises publiques et de l'apurement des créances impayées de ces entreprises.

L'engagement de la banque centrale dans le financement de l'économie a connu une véritable crise. Cette crise n'a pas subi le traitement adéquat qui aurait consisté à procéder à une réforme du système bancaire, qui permet une distribution plus rigoureuse du crédit et une collecte plus efficiente des ressources d'épargne qui échappent au circuit bancaire pour être utilisées à des fins de thésaurisation et de spéculation dans le secteur de l'économie informel ».

Ce mode et pratique de financement de l'économie Algérienne durant cette période de la gestion financière planifiée a engendré une situation inflationniste où l'utilisation de la monnaie centrale a été très importante au détriment de la mobilisation des ressources d'épargne existant sur le marché de la monnaie.

Ce caractère inflationniste du financement de l'économie se traduit par le taux de liquidité qui est le rapport de la masse monétaire et le produit intérieur brut et plus précisément le ratio agrégat, M2 et le PIB (voir le tableau de l'évolution de la

liquidité ch. 1). Ce taux de liquidité a été toujours très élevé et nettement supérieur à 50%.

La période de la planification financière a connu surtout une stabilité des taux d'intérêts créditeurs et débiteurs avec un niveau très bas. La gestion des taux d'intérêts entre alors, dans le cadre de la logique de financement, qui consiste à mettre à la disposition des entreprises, en particuliers les entreprises publiques, des financements à moindres coûts.

En conséquence, cette politique monétaire a retiré aux taux d'intérêts l'essentiel de leurs fonctions économiques traditionnelles, principalement, celles relatives à une allocation optimale des ressources et celle du canal de transmission de la politique monétaire avec ses effets sur le comportement des agents économiques. La politique suivie par la banque centrale Algérienne a été à l'origine du manque de discipline financière rigoureuse de la part des entreprises publiques Algérienne et d'un gaspillage très important des ressources financières mises à la disposition de ces entreprises d'où la nécessité de prendre des mesures adéquates en réformant l'économie et le système bancaire de l'Algérie.

3.4.4 Les réformes économiques et la politique monétaire.

A partir de janvier 1988, une réforme de l'économie algérienne axée principalement sur l'autonomie de l'entreprise économique publique et bancaire a été engagée et plusieurs lois sont promulguées¹⁷⁵.

Dans la lignée des réformes engagées, la banque centrale et les intermédiaires financiers sont appelés à évoluer dans le cadre de la loi relative à la monnaie et au crédit N° 90-10 en date du 14-04-1990 qui visait l'autonomisation de la banque centrale et sa libération de la gestion administrative de l'Etat et du trésor public d'une part et la séparation de la sphère monnaie crédit de la sphère des entreprises publiques ou privées ainsi l'instauration de la bourse d'Alger. L'activité de ce marché reste encore insignifiante malgré les efforts déployés par les autorités

¹⁷⁵ BENESSAD M.E., "Algérie, Restructurations et Réformes Economiques 1979-1993", OPU, Alger, 1994.

-Publications du Fond Monétaire International (FMI) et de la banque mondiale.

monétaires. Selon le dernier rapport de la COSOB retraçant la valeur des opérations boursières en 2009, a atteint presque 180 Milliards de dinars. Par ces dispositions les autorités monétaires ont tendance à privilégier les rapports de commercialité et la loi du marché à ceux du interventionnisme et du dirigisme de l'état qui doit assurer autres objectifs liés à la sécurité la bonne gouvernance et le bien être du citoyen Algérien .La réforme du système bancaire se manifeste donc par la création d'un nouvel organe qui joue à la fois le rôle d'autorité monétaire et de conseil d'administration de la banque centrale.

Parmi les objectifs affectés au début de la décennie 90 selon A .NAAS « la réforme du système bancaire et la préparation à la transition vers l'économie de marché. La période de 1990-1993 correspond en plus de la promulgation de la loi relative à la monnaie et au crédit d'une part, le rééchelonnement de la dette extérieure et de la mise en œuvre des programmes à moyen terme menés avec le FMI(Fond Monétaire International) D'autre part. Des lors, l'évolution du système bancaire algérien et de l'économie en générale va être soumise à la contrainte extérieure .

En matière de la politique monétaire, l'objectif assigné par l'accord avec le FMI concerne : l'établissement de taux d'intérêts réels positifs à la fin de l'année 1991,

La limitation du taux de croissance de la masse monétaire à 5% à la fin de 1991.

et la réduction des flux des crédits à l'économie à 28,5 Milliards de dinars, ce niveau a été dépassé à la fin du premier semestre de cette même année pour atteindre 33,2 Milliards de dinars.

La renégociation de l'accord a porté sur une augmentation moins forte des taux de d'intérêts (taux de réescompte à 11,5%, le taux de marché monétaire à 17% et le taux de découvert appliqué aux banques commerciales par la banque centrale est de 20%). Les décisions en matière de gestion des taux d'intérêts ont pour objectifs d'augmenter la part de la quasi monnaie dans la masse monétaire qui résulte de la transformation des dépôts à vue en dépôts à terme. Pour le taux de change, l'accord avec le FMI prévoyait la réduction à 25% de l'écart entre le dinar algérien (DA) sur le marché parallèle et celui en vigueur sur le marché des changes officiel.

Une dévaluation qui devait ramener le cours du Dollar à 31DA, et une convertibilité commerciale. Mais lors de l'application de l'accord, la dévaluation opérée a été nettement plus faible que celle prévue, le cours du Dollar ayant été

porté à 22,5 à la fin de l'année 91. Quant à la convertibilité du DA, elle a été reporté en raison de la faiblesse du niveau des réserves de change ».

Malgré les efforts entrepris par les autorités monétaires en matière de la conduite de la politique monétaire, le caractère inflationniste est toujours très marqué, La politique monétaire a continué pendant cette période à s'appuyer, pour l'essentiel, sur les instruments de gestion directe.

Toute fois, une série de mesure qui allait dans le sens de libéralisation de la politique monétaire a été prise en compte au cours de cette période, c'est-à-dire à partir de 1992, la banque d'Algérie a aboli le plafonnement des opérations de crédit des banques commerciales et à la fin de l'année 1993, une partie de refinancement des banques qui était effectuée par le moyen de réescompte a été orientée vers le marché monétaire et les intermédiaires financiers non bancaire, comme les sociétés d'assurances qui ont été admises à intervenir sur le marché monétaire en qualité de prêteurs seulement, afin de placer sur ce marché leurs excédents de trésorerie.

Pour la politique budgétaire, les mesures prises par l'accord avec le FMI, étaient des mesures standards qui concernent principalement: le relèvement de prix certains produits alimentaires et pétroliers c'est-à-dire de limiter le soutien des prix afin de réduire les dépenses budgétaires, la réduction du déficit budgétaire, la réduction du budget d'équipement de l'état et l'engagement de ne pas augmenter les dépenses salariales et les prestations sociales.

Cependant, pour la période du programme d'ajustement structurel (PAS) et avec la mise en œuvre des différents accords avec la banque mondiale et le FMI en se référant à la même source et les rapports de la BA , « un accords de confirmation d'une durée d'un an accompagnée d'un accords de rééchelonnement conclu en avril 1994 puis un second accord d'une durée de 3ans appuyé par un mécanisme élargi de crédit signé en mai 1995, la politique économique dont la politique monétaire va abandonner le gradualisme des réformes et opter délibérément pour une thérapie de choc. La loi sur la monnaie et le crédit a aussi été confortée par la promulgation d'autres lois de réforme telles que la loi des finances 1994 et sa loi complémentaire comportant l'ouverture des EPE aux capitaux privés nationaux ou étrangers tout en abrogeant le plafond du pourcentage majoritaire de l'état à 51% du capital antérieurement appliqué.

Comme pendant la période de la contrainte extérieure, une évolution a été relevée dans la conduite de la politique monétaire. Elle s'est manifestée par une certaine libéralisation qui concerne le crédit bancaire et le marché monétaire. Mais malgré cette évolution dans l'abolition du plafonnement des opérations de crédits des banques commerciales et l'élargissement du marché monétaire interbancaire, les instruments directs dans la conduite de la politique monétaire étaient privilégiés.

Au début de la période d'ajustement structurel, la liquidité bancaire était régulée par la fixation à chaque banque d'un plafond de refinancement au moyen de réescompte ou de la reprise en pension sur le marché monétaire. Par l'application des conditions fixées par l'accord de confirmation le cadre d'une nouvelle politique monétaire a été défini et en particulier dans le domaine de l'organisation du marché monétaire, de l'intervention de la banque centrale sur le marché et de la fixation des taux d'intérêts.

Un certain nombre d'instruments indirects de la gestion de la politique monétaire ont été déployés:

- relèvement du taux de réescompte de 11,5% à 15%.
- Fixation d'un taux pivot d'intervention de la banque centrale sur le marché monétaire à 20%.
- -Fixation du taux d'intérêt des crédits en compte courant accordés aux banques à 24%.
- -Suspension du plafond du taux sur le marché interbancaire qui devient négociable librement.
- La mise en place d'une marge bancaire maximum de 5 points au dessus du coût moyen des ressources bancaires afin de limiter la hausse du coût de crédit accordé aux entreprises.
- -Fixation pour chaque banque d'un plafond de refinancement global et d'un plafond de réescompte révisable chaque trimestre.
- -Intervention de la banque centrale sur le marché monétaire aux moyens de prises et de mises en pensions et aux moyens d'opérations d'appels d'offre sous formes d'adjudications de crédits.

- -L'instauration des réserves obligatoires des banques et des établissements financiers auprès de la banque centrale rémunérées à un taux élevé (11,5%) »

« Le système des réserves obligatoires consiste à obliger les banques de second rang à déposer à la Banque centrale des réserves en monnaie banque centrale, non rémunérées, en fonction des dépôts. Il s'agit de créer artificiellement une fuite en monnaie Banque centrale pour limiter les possibilités de création monétaire. En jouant sur le coefficient de réserves obligatoires ou l'assiette sur laquelle porte ces réserves, la Banque centrale peut encadrer le crédit ».

- Instauration d'une politique d'open market. Cet instrument concerne l'intervention de la banque centrale sur le marché monétaire afin de détruire la monnaie ou bien accroître cette dernière selon la situation économique du pays. Cela se fait par l'achat ou la vente de valeurs financières gouvernementales comme par exemple « *les bonds de trésor* ». Cet instrument est très utilisés dans les économies de marché par contre négligé ou bien absent dans les pays en voie de développement ou le marché monétaire est très étroit.

Compte tenue de la conjoncture actuelle et vue la situation monétaire que vient les banque de deuxième rangs Algériennes concernant l'excès de liquidité, ces dernières n'ont pas besoin de s'adresser à la banque centrale pour se refinancer. Par contre les autorités monétaires Algériennes encourage les banques commerciales de déposer cette liquidité à la banque centrale ou ces dépôts seront rémunérés pour assécher cet excès en monnaie. En conséquence, on se trouve devant une absence du guichet de réescompte.

A partir de 1995, une déréglementation des taux d'intérêts est opérée et l'encadrement des marges des banques à 5% au dessus du coût moyen des ressources a été levé.

Durant toute la période du programme d'ajustement structurel, les autorités monétaires ont mené une politique monétaire restrictive qui se traduit par la contraction des crédits du système bancaire à l'égard de l'état et du secteur économique productifs qui a pour effet de réduire la masse monétaire en terme réel dans une première étape et de limiter sa croissance dans une seconde étape.

En matière du taux d'intérêt la mise en œuvre l'accord à eu pour effet immédiat le renchérissement du loyer de l'argent. Cette augmentation des taux d'intérêts pratiquée par la banque centrale a eu des répercutions sur l'ensemble des taux en vigueurs sur le marché monétaire.

Dans le contexte de dépréciation du taux de change entre 1994 et 1996 le taux d'accroissement de la masse monétaire M2 est nettement moindre que celui du produit intérieur brut PIB. Cette situation se traduit par une faible hausse du taux de liquidité de l'économie M2/PIB qui passe de 56% en 1993 à 36% en 1996. Donc cette politique monétaire a pour effet d'assécher la liquidité.

Dans un contexte de stabilisation du taux de change, la période de 1997à 1998, la tendance est inversée. Le taux d'accroissement de la masse monétaire M2 a augmenté plus vite que celui du produit intérieur brut PIB. Le taux de la liquidité l'économie a atteint 46% en 1998.

L'inflation qui a été de l'ordre de 30% en début de période de 94-95 est passée à 5% à la fin du programme d'ajustement. C'est à dire dans un contexte de la libéralisation des prix, il s'agit la du résultat le plus significatif obtenu par la politique monétaire.

Deux dévaluations du dinar Algérien ont été opérées au cours de la première année de la mise en œuvre du PAS. La première a été effectuée en avril 1994 et porte sur une dévaluation de 50% de la valeur du DA par rapport Dollar Américain (USD) qui passe de 24DAà 36 DA. La deuxième a été réalisée en septembre 94 le USD est coté à 41 DA et la chute de la monnaie va se poursuivre durant toute cette période (voir tableau). En même temps le marché des changes a connu des aménagements pendant l'année 1996. Un marché interbancaire des changes a été créé. Les banques et les établissements financiers agréés sont autorisés à intervenir sur ce marché et à échanger les devises entre eux.

La réglementation sur les changes et le commerce extérieur a permis aux banques et aux établissements financiers intermédiaires agréés de disposer de 50% des devises convertible qui est procurées lors des opérations effectuées avec l'étranger. Mais en raison de la faiblesse des exportations hors hydrocarbures et l'étroitesse du marché des changes interbancaires, la détermination quotidienne du cours de change ne résulte pas de la confrontation des forces de marché et du libre jeu de

l'offre et la demande, comme c'était dictée dans les principes de l'accord avec le FMI. Mais résultant de la politique du taux de change que définit la banque d'Algérie.

3.4.5 La politique monétaire de la période postérieure 1998¹⁷⁶.

Dans le cadre de la politique d'instauration de l'économie du marché selon B.H BAHLOUL « deux étapes distinctes ont Caractérisé la période d'après 1990 à savoir celle de 1990-1998 marqué par une stagnation économique et celle d'après 2000 marquée par le retour à la croissance. En effet la première période était la plus difficile pour la transition vers l'économie du marché, malgré les efforts déployés par l'Etat dans la cadre de réajustement structurel et de la réforme économique, pour réussir la transition vers l'économie de marché. Quant à la dernière période postérieure à l'an 2000 qu'a connu la transition de l'économie Algérienne vers l'économie du marché, les effets sont globalement positifs sur le plan macro Economique ».

L'évolution macro-économique au cours des années 2001 et 2002, s'est caractérisée par le renforcement de la stabilité macro-financière ; l'année 2000 ayant constitué le retour à la stabilité macro financière après le choc externe de 1998/1999. Les bonnes performances financières enregistrées en témoignent :

- la viabilité accrue de la balance des paiements et la soutenabilité des indicateurs de la dette extérieure ;
- l'amélioration de la situation des finances publiques, en contexte d'accumulation d'épargnes financières par le Trésor, qui a permis d'engager à mi-2001 un programme de relance économique à moyen terme (2001-2004) à travers une impulsion budgétaire à la croissance ;
- la nette amélioration de la liquidité bancaire appuyée par l'amélioration significative de la trésorerie publique, dans un contexte d'offres bien accrues sur le marché monétaire interbancaire.

¹⁷⁶ Rapports De La Banque D'Algérie (BA) ,2001,2002,2003,2004,2005,2006 et 2007.

- Publications Du Conseil National Economique Et Social (CNES).

Le contexte macro-financier continue à être influencé par la forte dépendance de l'économie nationale à l'égard des exportations d'hydrocarbures et par le caractère volatil des prix du pétrole sur le marché international de l'énergie.

La consolidation de la stabilité macro financière est bien reflétée par l'évolution de la situation monétaire au cours de l'année 2003 ainsi que la situation de la liquidité bancaire. Ce qui influe profondément sur la conduite de la politique monétaire.

Durant les années 2001-2003, la monnaie de base a bien émergé comme objectif intermédiaire de la politique monétaire, appuyé par la stabilité du multiplicateur monétaire, alors que cet objectif intermédiaire était représenté par l'agrégat avoirs intérieurs nets de la Banque d'Algérie avec la fixation de plafonds quantitatifs trimestriels au cours de la période 1994-1998.

C'est ainsi que l'approfondissement de la réforme des instruments de la politique monétaire durant la période 1994-1998 a permis à la Banque d'Algérie de disposer de la panoplie des instruments indirects de politique monétaire,

Les instruments indirects de la politique monétaire ont été renforcés en 2002 par l'introduction en Avril d'un nouvel instrument en cohérence avec le contexte d'excès de liquidités, à savoir la reprise de liquidités par appels d'offres (adjudications négatives).

Pour assurer une utilisation efficace des instruments indirects de la politique monétaire, la Banque d'Algérie a poursuivi en 2003 l'amélioration de sa programmation monétaire avec des revues périodiques. La Banque d'Algérie a également affiné ses techniques de prévision de la liquidité globale. En particulier, des progrès importants ont été effectués au cours de cette année en matière d'analyse du comportement des facteurs autonomes de l'offre où deux variables ont dominé : les avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie et la position créditrice (dépôts) du Trésor à la Banque d'Algérie.

en 2003 a fait que la politique monétaire s'est exercée principalement au moyen de l'instrument reprise de liquidité. L'objectif étant de rendre plus efficace le contrôle des agrégats monétaires.

La reprise de liquidité a permis, dès l'année 2002, d'absorber une bonne partie des offres de liquidités sur le marché monétaire interbancaire, soit un montant qui a

oscillé entre 100 et 160 milliards de dinars. En effet, les réserves libres des banques sont tombées à 59,2 milliards de dinars à fin décembre 2002 alors qu'elles atteignaient 158,8 milliards de dinars à fin mars 2002, c'est-à-dire à la veille de l'introduction de l'instrument indirect de politique monétaire reprise de liquidité par appel d'offres.

Face à la persistance de la situation d'excès d'offres de liquidités sur le marché monétaire au cours de l'année 2003, la Banque d'Algérie a intensifié ses interventions sur ce marché en augmentant les montants des reprises de liquidité.

Grâce à cet instrument indirect de politique monétaire, la Banque d'Algérie est parvenue, selon une fréquence hebdomadaire d'intervention, à réguler la liquidité bancaire en procédant à deux augmentations successives de ses reprises de liquidités sur le marché monétaire :

- en Juin 2003, pour un montant de 200 milliards de dinars qui s'est conjugué avec une relative stabilisation des réserves libres des banques (124 milliards de dinars) par rapport à avril et mai, mais bien en deçà des montants atteints au premier trimestre (pic de 220,8 en février) ;
- en Septembre 2003, pour un montant de 250 milliards de dinars qui a permis une contraction des réserves libres des banques en Octobre et Novembre. Le montant de ces réserves est passé de 158,9 milliards à fin août à 104,1 milliards de dinars à fin novembre. Cependant, à fin décembre 2003, les réserves libres sont de nouveau montées à 234,5 milliards de dinars en raison, principalement, des décaissements effectués par le Trésor au profit des banques publiques dans le cadre du remboursement des obligations de rachat.

En effet, ces reprises de liquidités par appel d'offre qui ont été engagées en avril 2002 avec un montant de 100 milliards de dinars ont bien atteint 200 milliards de dinars en juin 2003 et 250 milliards de dinars en décembre 2003 contre seulement 129,7 milliards de dinars en décembre 2002. Par contre, la Banque d'Algérie a baissé le taux de rémunération de la reprise de liquidité de 0,75 en juin 2003 et 0,25 en septembre 2003.

L'utilisation active de l'instrument reprise de liquidités par appels d'offres a bien permis à la Banque d'Algérie d'opérer des ponctions additionnelles de liquidités sur le marché monétaire.

Tout en mettant en avant l'agrégat monnaie de base comme objectif intermédiaire de la politique monétaire, la Banque d'Algérie a, dès Février 2001, réactivé l'instrument réserves obligatoires et ce, pour amener les banques à bien gérer leur liquidité et endiguer l'impact négatif de chocs exogènes sur la liquidité bancaire.

Au cours de l'année 2002, tout comme en 2001, la réserve obligatoire a été utilisée d'une manière active, à mesure que le taux de cette réserve a été modulé en fonction de l'évolution des réserves libres des banques.

En décembre 2002, et pour opérer une contraction additionnelle de l'excès d'offres de liquidité sur le marché interbancaire, le taux de la réserve obligatoire a été porté à 6,25 % contre 4,25 % précédemment.

Par ailleurs, pour assurer un "réglage" fin de la liquidité bancaire, la Banque d'Algérie a maintenu tout au long de l'année 2003 l'instrument réserve obligatoire en tant qu'instrument indirect de politique monétaire ; l'effet sur l'excès de liquidités bancaires ayant été bien effectif dès le premier semestre de 2003. Les dépôts des banques au titre de la réserve obligatoire ont ainsi atteint 126,7 milliards de dinars à fin décembre 2003 contre 122,2 milliards de dinars à fin juin 2003 et 109,5 milliards de dinars à fin décembre 2002. Leur niveau n'était que de 43,5 milliards de dinars à fin 2001.

En tant qu'instrument indirect de la politique monétaire et donc de régulation de la liquidité bancaire, les opérations d'open-market n'ont pu être utilisées au cours de l'année 2002 par la Banque d'Algérie sur le marché monétaire tout comme en 2001, en raison du faible développement du marché des titres publics. Cependant, le rôle de cet instrument reste potentiellement important à en juger par la part relative appréciable des effets publics dans les portefeuilles des banques par rapport à leurs actifs.

Les autres instruments indirects de la politique monétaire (pensions et adjudications de crédits par appel d'offres) n'ont pu être utilisés au cours de l'année 2003, tout comme en 2002, à mesure que les interventions de la Banque d'Algérie sur le marché monétaire au moyen de ces instruments avaient déjà été

interrompues à partir de fin mai 2001 en raison de la non soumission des banques aux adjudications de crédits et leur non recours aux prises en pension (à 24h et à terme). Il importe de rappeler que le recours des banques au refinancement auprès de la Banque d'Algérie était tombé à zéro dès fin 2001.

Sur la base d'un examen approfondi des indicateurs économiques, monétaires et financiers et des performances de l'année 2002 et des cinq premiers mois de 2003, le Conseil de la monnaie et du crédit a décidé la diminution d'un point du taux de réescompte de la Banque d'Algérie à fin mai 2003. Ce taux est donc passé de 5,5% à 4,5 %, soit un niveau historiquement bas et inférieur à celui (5 % à partir d'octobre) de 1986. Il s'agit là d'un assouplissement de la politique monétaire qui est intervenu plus d'une année, correspondant à une consolidation de la stabilité macro-financière, après la diminution d'un demi point du taux de réescompte en janvier 2002.

Au total, l'objectif ultime de la politique monétaire exprimé en termes de stabilité à moyen terme des prix, à savoir une inflation inférieure à 3 %, a été atteint en 2003 où l'inflation des prix à la consommation s'est située à 2,6 % pour l'indice du Grand Alger contre un taux de 1,4 % en 2002 et 4,2 % réalisé en 2001.

L'année 2004, avec une croissance du produit intérieur brut en volume de 5,2 %, s'est caractérisée par la persistance de l'excès de l'Épargne sur l'investissement. Le renforcement de la viabilité de la balance des paiements et la soutenabilité des indicateurs de la dette extérieure, en particulier avec un ratio de service dette qui est tombé à 12,6 % en 2004.

Malgré la forte augmentation des importations des biens et services en 2004, la solidité de la position des réserves officielles de change a bien émergé. En particulier, le niveau de ces réserves est monté à 43,1 milliards de dollars EU à la fin 2004. Il s'agit là du principal indicateur de la solidité marquée de la position financière extérieure et de sa viabilité à moyen terme, en contexte de stabilité du taux de change effectif réel du dinar. Une telle viabilité à moyen terme est favorable pour l'amélioration de la compétitivité externe, elle-même nécessaire pour une intégration plus efficace de l'économie algérienne aux échanges extérieurs.

L'entrée en vigueur de l'accord d'association avec l'Union Européenne dès 2005 et l'adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce.

La solidité marquée de la position des réserves officielles de change a bien contribué à l'équilibre du marché interbancaire des changes au cours de l'année 2004, à mesure que la Banque d'Algérie a stabilisé le taux de change effectif réel du dinar en contexte de poursuite de mouvements forts des cours des principales devises sur les marchés de change internationaux au second semestre de 2003 et au quatrième trimestre de 2004.

C'est ainsi que la politique de taux de change conduite par la Banque d'Algérie a bien servi les fondamentaux de l'économie Algérienne.

Avec une position créditrice nette de l'Etat dans la situation monétaire à la fin 2004, l'agrégat avoirs extérieurs nets a joué un rôle central dans l'expansion des liquidités dans l'économie au cours de l'année 2004. Cependant, le taux de croissance de la masse monétaire (M2) est tombé à 11,4 % en 2004, soit le même rythme que celui des crédits à l'économie. L'effet inflationniste limité 3,6 % est également lié à la structure de la masse monétaire et au comportement des principaux agents économiques à capacité de financement. De plus, le ratio de liquidité a bien reculé en 2004 par rapport à son niveau de 2003 et 2002, confirmant la stabilité monétaire. Au cours de l'année 2004.

La conduite de la politique monétaire au moyen des instruments indirects de politique monétaire a permis de bien réguler la liquidité bancaire ; sa part relative s'amenuisant même par rapport à la liquidité globale du système financier. C'est ainsi qu'en plus de l'instrument réserve obligatoire qui a été réactivé en 2004 avec un nouveau dispositif édicté par le Conseil de la monnaie et du crédit, la Banque d'Algérie a renforcé l'utilisation de l'instrument reprise de liquidité. Ces deux instruments indirects de politique monétaire ont été mis en œuvre avec flexibilité en fonction de l'évolution de la liquidité bancaire et du marché monétaire, car le contexte d'excès de liquidité a prévalu au cours de l'année 2004 même si la liquidité bancaire a enregistré une croissance beaucoup moindre par rapport à l'année 2003. La reprise de liquidités, en tant que principal instrument opérationnel de conduite de la politique monétaire, a permis de résorber l'excès de liquidités sur le marché

monétaire interbancaire, dans un contexte de net recul du taux d'expansion monétaire. En effet, le taux de croissance de la masse monétaire M2 s'est situé bien au delà des objectifs de croissance des agrégats monétaires (monnaie de base, masse monétaire M2) en terme de limites fixées par le Conseil de la monnaie et du crédit au titre de l'année 2004. Ce qui a contribué à atteindre l'objectif de l'inflation à moyen terme de 3 %.

La conduite de la politique monétaire a été appuyée au cours de l'année 2004 par un renforcement de la supervision des banques et établissements financiers par la Banque d'Algérie et la Commission Bancaire conformément à la nouvelle ordonnance relative à la monnaie et au crédit de 2003.

Enfin, pour maîtriser les risques tout en améliorant les services bancaires de base, la Banque d'Algérie a entrepris la réalisation d'un système de règlement brut de gros montants en temps réels. La modernisation du système de paiements contribuera à L'amélioration de l'allocation des ressources dans l'économie nationale.

Dans la conduite de la stratégie financière nationale, solvabilité extérieure renforcée et amélioration de l'allocation des ressources financières nationales au profit de la croissance, l'année 2006 a vu une accélération des remboursements par anticipation de la dette extérieure et ce, en phase avec le renforcement soutenu de la position financière extérieure nette.

L'évolution macro financière aussi au cours des années 2005 et 2006 s'est caractérisée par l'émergence, d'une manière soutenue, d'une position financière solide de l'Algérie conjuguée à une performance économique robuste en termes de forte croissance (plus de 5% en moyenne annuelle) et de maîtrise de l'inflation (1,6 % en 2005). La viabilité de la balance des paiements, en 2006, est ancrée sur des prix des hydrocarbures en hausse (65,85 dollars par baril) par rapport à l'année 2005 (54,64 dollars par baril). En effet, avec un prix moyen qui a reculé à 60,40 dollars au quatrième trimestre, le prix moyen du pétrole brut s'est élevé à 65,08 dollars par baril au second semestre 2006, soit un niveau se situant en dessous du prix moyen (66,61 dollars le baril) réalisé au cours des six premiers mois de 2006.

Ainsi, les réserves officielles de change détenues par la Banque d'Algérie ont poursuivi un trend haussier pour atteindre 77,78 milliards de dollars à fin décembre 2006, représentant plus de trois années d'importations des biens et services de l'année 2006. Elles avaient déjà atteint 65,66 milliards de dollars à fin juin 2006 contre 56,18 milliards de dollars à fin décembre 2005.

Alors, L'analyse de la situation monétaire montre que l'évolution de l'agrégat avoirs extérieurs nets reflète les bonnes performances de la balance des paiements réalisées, en grande partie, au second semestre 2006. Cet agrégat très significatif dans la situation monétaire consolidée a atteint 5522,1 milliards de dinars à fin décembre 2006 contre 4856,8 milliards de dinars à fin juin 2006. Il était passé de 3485,4 milliards de dinars au 30 juin 2005 à 4179,4 milliards de dinars à fin décembre 2005, date à laquelle les avoirs extérieurs nets ont dépassé les liquidités monétaires et quasi monétaires dans l'économie nationale.

Au cours de l'année 2006, les avoirs extérieurs nets ont excédé d'une manière accrue la masse monétaire au sens de M2, témoignant que les avoirs en devises sont la source de création monétaire en Algérie. En effet, les réserves officielles de change détenues par la Banque d'Algérie garantissent largement la masse monétaire dans l'économie nationale.

L'année 2006 se caractérise par une forte croissance de la masse monétaire (17,3%) comparativement au rythme en la matière (10,8 %) de l'année 2005, sous l'effet notamment de l'expansion des dépôts des entreprises des hydrocarbures et de l'augmentation des dépôts au CCP.

La situation monétaire consolidée montre que le Trésor public est créancier net du système bancaire, vu l'importance du Fonds de régulation des recettes. Cependant, pour les remboursements par anticipation de la dette de rééchelonnement, il importe de souligner que le Trésor a recouru aux avances exceptionnelles de la Banque d'Algérie dont le montant s'élève à 627,8 milliards de dinars à fin décembre 2006. En conséquence, une partie de la dette extérieure de rééchelonnement a été transformée en dette intérieure du Trésor à l'égard de la Banque d'Algérie, sans ponction sur le Fonds de régulation. Ce qui augmente la dette publique intérieure.

Avant les ajustements pour la prise en compte des créances rachetées par le Trésor public en 2005 et 2006, les crédits à l'économie se sont accrus d'environ 8,5 % au second semestre 2006, bien plus que le rythme du second semestre 2005 (4,7 %) et du premier semestre 2006 (4 %). L'analyse de la structure des crédits par secteur juridique indique qu'une plus grande partie des flux de crédits a été allouée au secteur privé. Il importe de souligner que la concentration des crédits au titre de certains gros débiteurs privés, qui a émergé comme phénomène structurel au niveau des portefeuilles de certaines banques publiques, s'est davantage accentuée au cours de l'année 2006. Pour cette année, l'augmentation des crédits à l'économie est estimée à 12,8 % contre 17,3 % en 2005 et ce, avant les ajustements au titre des rachats de créances bancaires non performantes par le Trésor public.

L'évolution enregistrée de la liquidité des banques reflète l'augmentation de l'excès de liquidités sur le marché monétaire, en contexte de stérilisation d'une partie des ressources par le Trésor public. De plus, l'excès de liquidités bancaires est relativement concentré. Dans le but d'ancrer un financement bancaire approprié et non inflationniste de l'économie nationale, la Banque d'Algérie met en œuvre une politique monétaire qui permet de résorber durablement l'excès de liquidité structurel sur le marché monétaire. Ainsi, les reprises de liquidités, la facilité marginale de dépôts et les réserves obligatoires constituent des instruments actifs de la politique monétaire que la Banque d'Algérie utilise avec flexibilité.

Pour répondre à cet objectif de financement de la croissance et tout en réduisant leur risque de contrepartie concentré, les banques publiques sont interpellées pour mettre en place les meilleures pratiques en matière de gestion des risques de crédit et de contrôle interne. Leur risque opérationnel reste élevé, malgré la modernisation de l'infrastructure des systèmes de paiements au cours de l'année 2006.

En effet, suite au renforcement de la supervision des banques par les inspecteurs de la Banque d'Algérie qui a révélé des insuffisances en matière de gestion des risques bancaires, notamment en termes de forte concentration des crédits, la Commission bancaire a engagé au second semestre 2006 l'évaluation des résultats des audits

externes institutionnels et financiers des banques publiques réalisés par des cabinets internationaux.

La Banque d'Algérie et la Commission Bancaire continuent donc de veiller à ce que toutes les banques poursuivent les efforts requis pour l'amélioration durable de leur gestion des risques de crédit, en mettant l'accent sur le suivi de la concentration des risques de crédit sur certains gros débiteurs publics et privés. Il s'agit là d'un préalable dans la perspective de la mise en œuvre en Algérie, à partir de 2008, des nouvelles règles prudentielles de Bale II.

En terme de performance dans la conduite de la politique monétaire, les instruments mis en œuvre par la Banque d'Algérie ont permis de maîtriser l'inflation dans un contexte macroéconomique caractérisé par l'excès de liquidités depuis l'année 2002.

Après la stabilité monétaire qui a émergé en 2005, l'inflation continue d'évoluer favorablement au premier et second semestre 2006, comme en témoigne la hausse modérée des prix à la consommation mesurée par la variation de l'indice annuel moyen de 2,5 % en 2006 contre 1,6 % pour l'année 2005. Cependant et en glissement annuel, le taux d'inflation est passé de 1,66 % à fin décembre 2005 à 1,97 % à fin juin 2006, pour ensuite monter à 4,44 % à fin décembre 2006 sous l'effet d'une hausse significative des prix des produits alimentaires et, particulièrement, ceux des produits agricoles frais.

L'analyse de l'évolution de la liquidité bancaire et le suivi du comportement des facteurs autonomes de la liquidité bancaire confirment la tendance haussière soutenue de la monnaie centrale qui a enregistré une forte augmentation durant l'année 2006 (414,9 milliards de dinars).

La conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie a permis de résorber l'excès de liquidité et de stabiliser le niveau des réserves libres moyennes autour de 31,2 milliards de dinars à fin 2006 contre 26,6 milliards de dinars à fin juin 2006, soit à un niveau inférieur à celui qui a été enregistré à fin décembre 2005 (60,8 milliards de dinars). Ces interventions de la Banque d'Algérie, devenues structurelles, visent à neutraliser l'amplification de l'effet des facteurs autonomes de la liquidité bancaire, principalement des avoirs extérieurs. Elles ont permis de stériliser 97,3 % de l'excès de liquidité bancaire.

Le marché monétaire interbancaire a connu, au cours du second semestre 2006, une activité nettement moins soutenue par rapport à fin juin 2006 et fin décembre 2005. Celle-ci s'explique par la diminution persistante de la demande de liquidité exprimée par les banques et les établissements financiers sur le marché interbancaire. Ainsi, l'encours interbancaire est passé de 76,4 milliards de dinars à fin décembre 2005 à 42,4 milliards de dinars à fin juin 2006, pour tomber à 7,3 milliards de dinars à fin décembre 2006.

Au cours de l'année 2006, les taux du marché interbancaire se sont négociés essentiellement sur le compartiment à terme. Le taux moyen pondéré des opérations interbancaires sur le marché monétaire s'est stabilisé autour de 2 %. La persistance de ce taux à un niveau relativement bas s'explique essentiellement par l'offre accrue de fonds prêtables au jour le jour face à une faible demande de liquidités exprimée à terme.

La liquidité bancaire a atteint 1146,9 milliards de dinars à fin décembre 2006 contre 882,6 milliards de dinars à fin juin 2006 et 732 milliards de dinars à fin décembre 2005, correspondant à une augmentation de 414,9 milliards de dinars pour l'année 2006.

Les avoirs en comptes courants des banques (y compris la réserve obligatoire) sont passés de 232,28 milliards de dinars à fin décembre 2005 à 211,13 milliards de dinars à fin juin 2006 et à 240,22 milliards de dinars à fin décembre 2006. Durant l'année 2006, l'examen du comportement des facteurs autonomes de la liquidité bancaire fait émerger la variation positive des avoirs extérieurs nets comme étant la principale variable explicative de l'excès de liquidité sur le marché monétaire. Pour endiguer cet excès de liquidité, la Banque d'Algérie a maintenu le montant des reprises de liquidité par appels d'offres à 450 milliards de dinars, tout en laissant une flexibilité aux banques quant à l'utilisation de la facilité de dépôt. Cette facilité de dépôt est l'instrument indirect de politique monétaire le plus actif en 2006. Le montant de la facilité de dépôt est passé de 49,75 milliards de dinars à fin décembre 2005 à 221,5 milliards de dinars à fin juin 2006 et à 456,7 milliards de dinars à fin décembre 2006. Ce dernier montant correspond à la variation positive des facteurs autonomes enregistrée durant l'année 2006 et se situe à un niveau quasi équivalent à celui de la reprise de liquidité.

La facilité marginale de dépôts permet aux banques d'effectuer des dépôts à 24 heures auprès de la Banque d'Algérie à un taux prédéterminé. Le taux au jour le jour du marché monétaire interbancaire ne saurait être inférieur au taux de la facilité de dépôt.

Les principaux taux relatifs aux interventions de la Banque d'Algérie, au cours de l'année 2006, sont les suivants :

- La reprise de liquidité à 7 jours : 1,25 % ;
- La reprise de liquidité à 3 mois : 2 % ;
- La facilité de dépôt rémunéré : 0,30 %.

L'année 2007 a été marquée par le retour du risque inflationniste. La hausse notable des prix des produits alimentaires tout au long de cette année est à l'origine de cette situation. Le rythme d'inflation moyen a atteint 3,5% au cours de cette même année.

Ce taux moyen exprime, des augmentations substantielles des prix de certains produits de consommation courante mais aussi des évolutions très modérées pour certains autres produits. En somme, la variation enregistrée au cours de cette année est attribuée essentiellement à l'augmentation des prix à la consommation des biens alimentaires. Selon les prévisions de l'office national des statistiques (ONS), cette tendance inflationniste haussière en 2007 se poursuivra en 2008.

Si les poussées inflationnistes continuent à prendre de l'ampleur comme c'est le cas au premier semestre de cette année (2008), elles engendreront une baisse drastique du pouvoir d'achat, un surenchérissement certain des coûts des projets d'investissement et même une tendance à la hausse des taux d'intérêt bancaires.

En plus de la hausse des prix, l'inflation est induite par la conjugaison de certains autres facteurs, à savoir l'accroissement de la masse monétaire et l'augmentation des salaires sans contrepartie en productivité (inflation importée).

Le FMI a estimé dans ce cadre que l'Algérie doit éviter que la politique budgétaire expansionniste induise une hausse de l'inflation dont la maîtrise est primordiale pour l'activité privée, la sauvegarde du pouvoir d'achat de la population et la protection des couches les plus défavorisées qui sont les plus touchées par ce

phénomène. D'où la nécessité de recourir à une politique monétaire prudente aux fins de maintenir l'inflation autour de 4% ou un peu moins, en dépit de la hausse des prix des produits alimentaire frais et importés.

En revanche, la gestion efficace des dettes extérieure et publique de l'Algérie a donné de bons résultats. Entre décembre 2006 et juin 2007, le stock de la dette extérieure de l'Algérie a baissé de 500 millions de dollars. La à moyen et long terme a en effet atteint 4,6 milliards de dollars au premier semestre de l'année 2007 contre 5,06 milliards de dollars à décembre 2006. Par rapport aux réserves de changes, l'encours de la dette était de 5,06% en juin 2007 contre 6,5% à fin 2006, alors que le service de la dette a également connu une baisse importante. On s'attend à ce que le service de la dette atteigne les 500 millions de dollars en cette fin d'année 2008.

Un autre point positif est à relever: la dette publique interne de l'Algérie. Une dette qui a baissé selon le trésor public, de 663 milliards de dinars en novembre 2007, soit une baisse de l'ordre de 37% par rapport à la même période de l'année 2006. La dette publique interne de 1779 milliards de dinars se compose d'un montant de 1376 milliards, représentant la dette des entreprises concernés par l'assainissement, et d'un autre de 403 milliards de dinars en bons de trésor.

Ainsi, la dette publique interne devrait passer à la fin de cette année 2008 à 15% contre 21,3% à la fin de 2006, soit une baisse de 6,3%. En 2008, le Trésor poursuivra son action pour faire baisser davantage l'encours de la dette publique interne qui sera encore réduite de 500 milliards de dinars afin de s'établir à un niveau de l'ordre de 700 milliards.

Conclusion

Avec une politique monétaire définie selon les objectifs finals ciblés par les autorités monétaires, les instruments seront employés par la banque centrale en agissant sur les objectifs opérationnels qui eux même agissent sur les objectifs intermédiaires. La question de l'impact de la politique monétaire sur le secteur réel et le système des prix, trouve des réponses variées suivant les deux grades écoles de la théorie monétaire (Keynésienne et Monétaristes). Au delà de leurs divergences, ces deux écoles contribuent chacun à sa manière à expliciter la demande de monnaie afin de rendre plus efficace la politique économique dont la politique monétaire. Pour les Monétaristes, la politique monétaire doit être prévisible avec des règles annoncées à l'avance. Ils estiment que la monnaie est neutre à long terme et que l'inflation est un phénomène monétaire car ils adoptent une théorie de l'offre. Le revenu global dépend des facteurs de productions et de l'état de la technique. Une variante du modèle monétariste d'écoule de ce que l'on appelle l'effet de richesse qui complète effet d'encaisse réelle en généralisant les sources de la dépense. Les Keynésiens, reposent sur l'idée que la monnaie est un actif et le marché de la monnaie détermine le taux d'intérêts qui à son tour agit sur l'investissement, qui est l'élément le plus sensible de la demande globale. L'investissement exerce un effet multiplicateur sur le revenu. Une politique monétaire discrétionnaire et conjoncturelle est favorisée par les Keynésiens. Mais la politique budgétaire reste plus efficace pour relancer une demande globale effective. Une variante du modèle keynésien est le modèle de portefeuille qui explique la thèse de " q " de Tobin; toute politique tentant à faire varier le taux d'intérêt, modifie le prix de toutes les catégories d'actifs et pas seulement des titres. La théorie monétaire de la balance des paiements affirme une corrélation négative entre les crédits intérieurs et la situation des avoirs extérieurs nets de la balance des paiements. Alors une politique monétaire a vu augmenté les contraintes pesantes sur elles, avec le développement des marchés financiers et l'ouverture internationale croissante. Ainsi, il convient de modifier la conduite de la réflexion afin d'assurer la neutralisation des effets néfastes des comportements d'allocation des patrimoines financiers. La politique monétaire algérienne à connue plusieurs

étapes. Durant la période de la planification de l'économie 1970-1989, la politique monétaire constitue un élément de la planification financière, et le rôle attendu de la banque centrale dans la mise en œuvre de la politique monétaire consiste à justifier l'offre de la monnaie centrale à la demande de la monnaie centrale qui s'est effectuée par le crédit aux banques commerciales publiques et des avances au trésor public. Cette politique a engendré un financement inflationniste, dont le taux de la liquidité a atteint plus de 80%. Les contraintes extérieures ont rendu impossible la poursuite de la pratique de la gestion administrative devant une économie de marché qui devient importante. C'est dans ces circonstances que la loi de la monnaie et le crédit N° 90-10 en date du 14/04/1990 a vu le jour.

A partir de l'année 1990, des réformes économiques sont introduites sans pour autant modifier le mode de financement de l'économie. La contrainte extérieure a fortement marqué la période 1990-1993. L'ajustement opéré essentiellement par le moyen de taux de change a été à l'origine d'une chute dramatique du cours de la monnaie nationale (DA). Cette politique n'a pas pu avoir des effets attendus en matière de croissance. Toutefois, une série de mesures qui allaient dans le sens de libéralisation de la politique monétaire a été prise en compte au cours de cette période. Pour la période du programme d'ajustement structurel (PAS) et avec la mise en œuvre des différents accords avec la banque mondiale et le FMI, concernant un accord de confirmation d'une durée d'un an accompagnée d'un accord de rééchelonnement conclu en avril 1994 puis un second accord d'une durée de 3 ans appuyé par un mécanisme élargi de crédit signé en mai 1995, la politique économique dont la politique monétaire va abandonner le gradualisme des réformes et opter délibérément pour une thérapie de choc dont des instruments indirectes et la politique monétaire ont été introduites. Quant à la dernière période postérieure à l'an 2000 qu'a connue la transition de l'économie Algérienne vers l'économie de marché, les effets sont globalement positifs sur le plan macro-économique. L'évolution comparative de la masse monétaire et le PIB fait ressortir une augmentation de taux de liquidité de l'économie et cet accroissement de l'offre de monnaie ne trouve pas son prolongement dans la sphère productive.

Alors, Les instruments indirects de la politique monétaire ont été renforcés en 2002 par l'introduction en Avril d'un nouvel instrument en cohérence avec le contexte

d'excès de liquidités, à savoir la reprise de liquidités par appels d'offres (adjudications négatives). D'une façon générale, les instruments de la politique monétaire prise par les autorités monétaires dont la banque d'Algérie peuvent être résumés de la façon suivante:

1)-Instruments du marché monétaire interbancaire:

- A l'initiative des banques commerciales: facilités permanentes, facilité de dépôt et de prêt marginal.
- A l'initiative de la banque d'Algérie: prise de pension, appels d'offre positifs (adjudication de crédit), appels d'offre négatifs (reprise de liquidité), open market.

2- Instruments hors marché:

- réescompte.
- réserve obligatoire.