

LISTE DES ABREVIATIONS

- AON : Appel d'offres négatif
- AOP : Appel d'offres positif
- BCM : Banque Centrale de Madagascar
- BTA : Bons du Trésor par Adjudication
- DTS : Droits de tirages spéciaux
- FMI : Fonds monétaire international
- IS : Investment and savings
- LM : Liquidity and money
- PEN : Position extérieure nette
- RO : Réserves obligatoires

GLOSSAIRE

- **Agrégats** : grandeurs synthétiques calculées par les comptables nationaux pour mesurer les résultats d'ensemble d'une économie.
- **Compétitivité** : capacité d'un produit, d'une entreprise ou d'un pays à affronter la concurrence.
- **Courbe IS** : relation négative entre le taux d'intérêt et le niveau de revenu qui apparaît sur le marché des biens et services.
- **Courbe LM** : relation positive entre le taux d'intérêt et le niveau de revenu, le niveau des prix étant maintenu constant, qui apparaît sur le marché de la monnaie.
- **Dépôts à vue** : actifs détenus auprès des banques et immédiatement utilisables à des fins de transactions, tels que les comptes à vue.
- **Dichotomie classique** : distinction théorique entre variables réelles et nominales faite par le modèle classique, qui implique que les variables nominales n'influencent pas les variables réelles.
- **Epargne privée** : revenu disponible moins consommation.
- **Equilibre** : état d'équilibre entre deux forces opposées, telles que l'offre et la demande sur le marché.
- **Etat-providence** : ou *Welfare State*, Etat qui doit veiller au bien-être de la population par ses interventions économiques et sociales par le biais de la politique économique, conjoncturelle et structurelle, et de la protection sociale.
- **Fonds prêtables** : flux de ressources disponibles en vue de financer l'accumulation de capital.
- **Indice des prix à la consommation** : mesure du niveau général des prix traduisant le coût d'un panier donné de biens de consommation par rapport au coût de ce même panier au cours d'une année choisie comme année de base.

- **Inflation** : accroissement du niveau général des prix.
- **Marché monétaire** : marché de l'argent à court terme entre intermédiaires financiers.
- **Monnaie** : stock d'actifs utilisés à des fins de transactions
- **Monétarisme** : doctrine selon laquelle les variations de l'offre de monnaie sont les premières sources des fluctuations économiques, ce qui implique qu'une offre de monnaie stable assure la stabilité de l'économie.
- **Quasi-monnaie** : actifs pratiquement aussi commodes que la monnaie pour réaliser des transactions et qui sont, de ce fait, de proches substituts de la monnaie.
- **Réserves obligatoires** : Dépôts en monnaie centrale que les banques sont tenues d'effectuer auprès de la Banque Centrale et dont le montant est lié à l'importance de leur activité.
- **Taux de base bancaire** : Le taux d'intérêt demandé par les banques à leurs meilleurs clients, il sert de taux directeur à l'ensemble des crédits qu'elles accordent.

LISTE DES GRAPHIQUES

<i>Graphique 01 : La courbe IS</i>	Page 28
<i>Graphique 02 : La courbe LM</i>	Page 30
<i>Graphique 03 : L'équilibre simultané sur les secteurs réels et monétaire</i>	Page 31
<i>Graphique 04 : Une politique monétaire inefficace</i>	Page 34
<i>Graphique 05 : Une politique monétaire efficace</i>	Page 34
<i>Graphique 06 : Une politique monétaire très efficace</i>	Page 35
<i>Graphique 07 : Les effets combinés des deux politiques économiques</i>	Page 36
<i>Graphique 08 : Le circuit néo-keynésien en économie ouverte, prix fixes et changes fixes</i>	Page 37
<i>Graphique 09 : Le circuit néo-keynésien en économie ouverte, prix fixes et changes flexibles</i>	Page 38

LISTE DES TABLEAUX

<i>Tableau 01 : Structure et évolution des disponibilités monétaires</i>	Page 45
<i>Tableau 02 : La situation des réserves des banques (en milliards de fmg)</i>	Page 48
<i>Tableau 03 : Structure et variation annuelle de la quasi-monnaie</i>	Page 53
<i>Tableau 04 : Les créances nettes de la BCM sur l'Etat</i>	Page 54
<i>Tableau 05 : Structure et évolution des disponibilités monétaires.</i>	Page 60
<i>Tableau 06 : Evolution des créances et des engagements de l'Etat vis-à-vis des banques commerciales (en milliards d'ariary)</i>	Page 61
<i>Tableau 07 : Evolution des créances et des engagements de la Banque Centrale sur l'Etat (en milliards d'ariary)</i>	Page 61
<i>Tableau 08 : Les composantes de la masse monétaire</i>	Page 66
<i>Tableau 09 : Structure et évolution des disponibilités monétaires</i>	Page 67
<i>Tableau 10 : Excédent de réserves constituées en fin de trimestre par rapport aux réserves obligatoires (milliards d'ariary)</i>	Page 69
<i>Tableau 11 : Les interventions de la BCM sur le marché monétaire en 2007</i>	Page 72
<i>Tableau 12 : La masse monétaire et ses contreparties</i>	Page 78

TABLE DES MATIERES

AVANT PROPOS	i
REMERCIEMENTS	iv
LISTE DES ABREVIATIONS.....	v
GLOSSAIRE	vi
LISTE DES GRAPHIQUES	viii
LISTE DES TABLEAUX.....	ix
 INTRODUCTION	 1

PARTIE I: APPROCHE THEORIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Chapitre I : CONSIDERATIONS GENERALES3

I. La monnaie et la masse monétaire.....	3
1.1. Généralités sur la monnaie	3
1.1.1. Définition.....	3
1.1.2. Fonction de la monnaie.....	3
1.2 La masse monétaire	4
1.2.1. Définition.....	4
1.2.2. Les composantes de la masse monétaire	4
1.2.3. Les contreparties de la masse monétaire	5
II. La politique monétaire.....	6
2.1. Définition	6
2.2. Les objectifs de la politique monétaire	7
2.2.1. L'objectif principal	7
2.2.2. Les objectifs intermédiaires.....	8
2.3. Types de politique monétaire	9
2.3.1. La politique monétaire expansionniste.....	9
2.3.2. La politique monétaire restrictive.....	10
2.4. Les instruments de la politique monétaire.....	10
2.4.1. Les techniques d'intervention directe : l'action globale sur le volume du crédit.	10
2.4.2. Les techniques d'intervention indirectes : l'action sur le taux d'intérêt	11
2.5. Efficacité et limite de la politique monétaire	14
2.5.1. L'efficacité de la politique monétaire	15
2.5.2. Les limites de la politique monétaire	15

Chapitre II : LA POLITIQUE MONETAIRE DANS LA THEORIE CLASSIQUE ET

MONETARISTE17

I. L'analyse classique de la politique monétaire	17
1.1. La dichotomie classique.....	17
1.2. L'offre de monnaie	17
1.3. La demande de monnaie : la théorie quantitative de la monnaie.....	19
II. L'analyse monétariste de la politique monétaire.....	20
2.1. La théorie « néo quantitative »	21
2.2. L'inflation, un phénomène monétaire.....	23
2.3. La politique économique dans l'analyse monétariste	23
2.3.1. La politique budgétaire	23
2.3.2. La politique monétaire	23

Chapitre III: LES FONDEMENTS KEYNESIENS DE LA POLITIQUE MONETAIRE.....	25
I. Les fondements de l'analyse keynésienne	25
1.1. La demande de monnaie : la préférence pour la liquidité	25
1.2. Formulation de la demande de monnaie	26
II. Le modèle IS-LM.....	27
2.1. Présentation du modèle IS-LM.....	27
2.1.1.La courbe IS « Investment and Saving ».....	27
2.1.2.La courbe LM « Liquidity and money »	29
2.1.3.L'équilibre simultané sur le marché des biens et services et le marché de la monnaie.	31
2.2. Les effets de la politique économique sur le modèle	32
2.2.1.Les effets d'une politique budgétaire.....	32
2.2.2.Les effets de la politique monétaire	33
2.2.3.Les effets combinés des politiques monétaire et budgétaire	35
2.3. Le modèle Keynésien en petite économie ouverte.....	36
2.3.1.En change fixe	37
2.3.2.En change flexible	38
Conclusion de la partie	39
Rappel.....	41

PARTIE II: APPROCHE PRATIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Chapitre I : L'ANALYSE DE LA POLITIQUE MONETAIRE PENDANT L'ANNEE 2003

A 2005	43
I. La politique de relance économique de 2003.....	43
1.1. Contexte macroéconomique	43
1.2. La mise en œuvre de la politique monétaire.....	43
1.2.1. Le taux directeur de la Banque Centrale	44
1.2.2. Le taux de réserve obligatoire	44
1.3. Les impacts de la politique monétaire.....	44
1.3.1.La masse monétaire M3	44
1.3.2.Les indicateurs de stabilité	47
II. 2004, pour une politique monétaire restrictive.....	50
2.1. Le contexte macroéconomique.....	50
2.2. La mise en œuvre de la politique monétaire.....	51
2.2.1.Les instruments classiques	51
2.2.2.Les autres mesures.....	51
2.3. Les impacts de la politique monétaire	52
2.3.1.La masse monétaire M3	52
2.3.2.Les indicateurs de stabilité	55
III. La politique monétaire prudente de 2005.....	57
3.1. Contexte macroéconomique	57
3.2. La conduite de la politique monétaire.....	57
3.2.1.Objectif	57
3.2.2.Les instruments	58
3.3. Les impacts de la politique monétaire.....	59
3.3.1.La masse monétaire, M3	59
3.3.2.Les indicateurs de stabilité.....	62

Chapitre II: L'ANALYSE DE LA POLITIQUE MONETAIRE PENDANT L'ANNEE 2006

A 2008	63
I. 2006, une politique de régulation de la liquidité intérieure	64
1.1. Contexte macroéconomique	64
1.2. La mise en œuvre de la politique monétaire.....	64
1.2.1. Les instruments classiques	64
1.2.2. Les interventions sur le marché monétaire.....	65
1.3. Les impacts de la politique monétaire	65
1.3.1. La masse monétaire M3	66
1.3.2. Les indicateurs de stabilité	68
II. La politique monétaire prudente de 2007	70
2.1. Contexte macroéconomique	70
2.2. La mise en œuvre de la politique monétaire.....	71
2.2.1. Les instruments classiques	71
2.2.2. L'open-market.....	71
2.2.3. Les interventions sur le marché monétaire.....	71
2.2.4. Les opérations sur le Marché des devises	72
2.3. Les impacts de la politique monétaire.....	73
2.3.1. La masse monétaire	73
2.3.2. Les indicateurs de stabilité	74
III. L'année 2008, une suite de la politique prudente de 2007.....	76
3.1. Contexte macroéconomique	76
3.2. La mise en œuvre de la politique monétaire.....	76
3.2.1. Les instruments classiques	76
3.2.2. Les instruments structurels.....	76
3.3. Les impacts de la politique monétaire	77
3.3.1. La masse monétaire	77
3.3.2. Les indicateurs de stabilité	78
Conclusion de la partie.....	80
 CONCLUSION.....	81

LISTE DES ANNEXES

BIBLIOGRAPHIE

WEBOGRAPHIE

INTRODUCTION

Face à un monde confronté à la fois à une recherche perpétuelle de stabilité économique, de défi de croissance et de développement, tout pays se doit de se doter des instruments économiques les plus efficaces pour préserver son économie ainsi que pour lutter contre des maux tel que le chômage ou l'inflation. C'est exactement dans cette optique de stabilisation que sont destinées les politiques économiques.

Le choix d'une politique économique se justifie par le moyen principal sur lequel les responsables économiques veulent agir. Ainsi, dans une optique de lutte contre l'inflation, c'est-à-dire une hausse générale du niveau des prix, agir sur la monnaie ou plus exactement agir sur l'offre de monnaie semble être le moyen le plus indiqué. Et la politique économique qui répond à cette optique n'est autre que la politique monétaire. Cet étude portera donc sur :

« La politique monétaire en tant qu'un instrument de stabilisation macroéconomique interne »

La politique monétaire, qui est considérée comme un instrument de stabilisation macroéconomique, peut-être définie comme l'ensemble des décisions et des interventions entreprises par les autorités monétaires en vue d'agir sur l'activité économique. La politique monétaire apporte donc sa contribution à l'économie en préservant la stabilité interne, en termes d'inflation, l'objet de notre étude mais elle contribue également à la stabilité externe, au niveau du taux de change. Pour mener à bien cet étude, l'objectif posé sera la compréhension des mécanismes et des théories régissant cette politique économique, et ainsi en faire un meilleur usage dans notre objectif de croissance et de développement.

La conduite de cette étude a nécessité des recherches au niveau théorique au niveau pratique, ainsi, tous les ouvrages ayant servis de base à cette étude proviennent de la bibliothèque universitaire d'Antananarivo, de la bibliothèque du Centre Culturel Albert Camus, de la bibliothèque du Centre d'information Technique et Economique ainsi que du Centre de recherches d'études et d'appui à l'analyse économique à Madagascar. La collecte des données qui ont contribué à cette étude s'est effectuée au niveau du centre de documentation du Ministère des finances et du budget, du Ministère

de l'économie du commerce et de l'industrie, au niveau de l'institut national de la Statistique, au niveau de centre de documentation touchant de près à ce thème.

Plus précisément, cet ouvrage se subdivise alors en deux grandes parties, il s'agit d'une part d'une analyse théorique de la politique monétaire et d'autre part d'une approche plus pratique de cette dernière. En effet, dans un premier temps, notre approche portera sur la partie théorique : il s'agit alors de la considération générale de la monnaie ainsi que de la politique monétaire et de mettre en exergue les objectifs et les instruments dont dispose la politique monétaire dans son rôle de stabilisateur. Ensuite il s'agit de connaître les fondements théoriques sur lesquels se basent la politique monétaire par l'intermédiaire de la théorie classique de la théorie monétariste ainsi que la théorie keynésienne. En ce qui concerne l'approche pratique, il s'agit de l'analyse de la politique monétaire adoptée par la Banque Centrale de Madagascar au cours des années 2003 à 2008. Il s'agit alors d'analyser tous les instruments utilisés selon le type de politique monétaire adapté au contexte macroéconomique. Et d'approfondir les impacts qu'ont eu ces instruments sur le secteur monétaire et sur le secteur réel, par extension les impacts sur les différents indicateurs de stabilité tels que le taux d'inflation.

PARTIE I :

APPROCHE THEORIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Chapitre I : CONSIDERATIONS GENERALES

Ce chapitre concerne la notion de monnaie et de masse monétaire ainsi que celle de la politique monétaire. Ainsi, en premier la monnaie et la masse monétaire.

I. La monnaie et la masse monétaire

L'analyse de la monnaie sert de préalable à l'analyse de la politique monétaire. En effet, il est indispensable de connaître le phénomène de la monnaie et par extension, la masse monétaire, l'élément clé de la politique monétaire car l'étude évolue dans une optique macroéconomique.

1.1. Généralités sur la monnaie

1.1.1. Définition

La monnaie, qui est l'élément clé de la politique monétaire peut être définie comme un bien d'échange généralement accepté au sein d'une communauté de paiement.

1.1.2. Fonction de la monnaie

La monnaie connaît trois fonctions principales :

- Réserve de valeur, elle peut être thésaurisée en vue d'un transfert de pouvoir d'achat du présent vers le futur, c'est-à-dire que l'agent économique préfère conserver la monnaie pour satisfaire ses besoins futurs. Il est à savoir que cette thésaurisation se fait sous la condition d'une probable diminution de la valeur réelle de cette monnaie en cas de hausse de prix.
- Unité de compte ou mesure de valeur, la monnaie permet l'évaluation et la comparaison de la valeur d'une marchandise c'est-à-dire qu'elle permet de fixer le prix de cette marchandise, en somme la monnaie est considérée comme étant un étalon de valeur de cette dernière.

- Règlement dans les échanges, dans une économie de troc, l'échange se faisait marchandise contre marchandise. Ce qui n'optimisait pas forcément les échanges car les besoins d'un individu ne peuvent forcément coïncider avec ceux d'un autre. Ainsi, avec la monnaie, cet échange est optimisé car à l'inverse du troc, celui qui cède un bien reçoit, en contrepartie, la monnaie mais pas un autre bien.

1.2 La masse monétaire

1.2.1. Définition

Pour le financement de son économie, un pays dispose d'une quantité globale de monnaie à une certaine date, c'est sa masse monétaire. Celle-ci est donc l'ensemble des moyens de paiements qui circulent dans un pays à un moment donné.

La masse monétaire est en général l'ensemble des disponibilités monétaires d'un pays donné et de ses disponibilités quasi monétaires, ce sont les composantes de la masse monétaire. C'est habituellement ce qui se trouve au passif du bilan des établissements bancaires d'un pays. Alors que l'ensemble des actifs du bilan est pour la masse monétaire ses contreparties.

1.2.2. Les composantes de la masse monétaire

La masse monétaire se compose de trois éléments :

- L'agrégat M1 ou disponibilités monétaires qui est l'ensemble des billets en circulation, des monnaies divisionnaires et des dépôts à vue qui sont directement utilisables dans les transactions économiques.
- L'agrégat M2 ou quasi-monnaie. Cette dernière n'est pas comme les disponibilités monétaires car elle a besoin d'être transformée avant d'être utilisée. Ce sont entre autre les dépôts et placements à terme et les dépôts effectués au sein des établissements sur des comptes sur livrets.
- L'agrégat M3 ou masse monétaire, qui inclut à la fois M2 et les dépôts en devises et les obligations. Cet élément regroupe donc tout l'ensemble des moyens de paiements directs et indirects. Il est donc soit détenu par le public, soit inscrit dans un compte du système bancaire.

1.2.3. Les contreparties de la masse monétaire

Les contreparties de la masse monétaire sont les sources de financement dont disposent les autorités monétaires. Elles permettent de mettre en évidence les sources de la croissance de la masse monétaire et donc la création de monnaie, cette dernière se traduisant par la croissance des agrégats monétaires. Les composantes de la masse monétaire sont alors :

- La position extérieure nette : elle enregistre les avoirs extérieurs nets et les engagements extérieurs à long terme. Elle représente l'incidence des relations d'un pays donné avec l'étranger, c'est la contrepartie extérieure de la masse monétaire
- Les avoirs intérieurs nets, qui comprennent :
 - Les créances sur l'économie ou les crédits à l'économie, ce sont les créances accordées par le système bancaire aux entreprises et aux particuliers.
 - Les créances sur le Trésor public, elles mesurent le degré de couverture du besoin de financement de l'Etat. Elles incluent par exemple les bons du Trésor achetés par les établissements de crédits.
 - Les autres postes nets : ils regroupent les ressources non monétaires et non génératrices immédiates d'expansion et de contraction monétaire.

Ce que représente la monnaie pour l'économie a été ici mis en exergue, il s'agissait de la définir ainsi que d'exprimer sa fonction. Ensuite, la masse monétaire ainsi que ses composantes et ses contreparties ont été définies. Un peu plus dans l'analyse théorique, ces deux éléments feront l'objet de théories économiques fondamentales à la conduite de notre étude sur la politique monétaire.

L'analyse porte ici exclusivement sur la politique monétaire et ses modalités d'action.

II. La politique monétaire

2.1. Définition

Comme point de départ, la politique monétaire se définit simplement comme l'ensemble des décisions et des interventions entreprises par les autorités monétaires (Gouvernement et Banque Centrale) en vue d'agir sur l'activité économique. C'est donc une action délibérée qui a pour but d'agir sur l'activité économique, plus précisément elle vise à stabiliser l'économie en générale, et dont les acteurs principaux sont le gouvernement et surtout la Banque Centrale.

Pour mieux maîtriser ce sujet, deux autres définitions complémentaires que concurrentes de la politique monétaire vont être données:

Dans un premier temps, la politique monétaire peut-être considérée en terme d'instrument et d'objectif. Ainsi dans le contexte de la théorie de la politique économique telle qu'initiée par J. Tinbergen dans les années 50 puis affinée par Mundell dans les années 60, « La politique monétaire désigne l'ensemble des instruments et procédures visant à réguler, directement ou indirectement, la progression d'un ou plusieurs agrégats de référence (la masse monétaire dans un sens étroit et au sens large le crédit...) et par là à agir sur le taux d'inflation (effet prix), et éventuellement sur le rythme d'activité (effet volume) »¹. Cette deuxième définition éclaire un peu plus sur le but de toute politique monétaire, et surtout sur le fait qu'elle a à son actif deux types d'instruments importants, les instruments directs matérialisés par la politique direct et les instruments indirects de la politique de régulation par le taux d'intérêt. Sans considération aucune de ces derniers, la politique monétaire utilise comme moyen d'action générale la manipulation de l'offre de monnaie par les autorités monétaires.

Dans une seconde approche, qui est complémentaire à la précédente, « la politique monétaire fait référence à l'ensemble des signaux et messages envoyés par la Banque Centrale aux agents privés, pour influencer sur les anticipations et les

¹ *Monnaie et Economie, Christian de Boissieu*

comportements de ceux-ci. Sont ici sollicitées toute les relations entre monnaie et information »² Il s'agit ici par exemple de modifier les anticipations des agents économiques par rapport aux possibles évolutions du taux d'intérêt.

2.2. Les objectifs de la politique monétaire

La politique monétaire, en tout et pour tout, a comme objectif de maintenir, et dans la plupart des cas de stabiliser la situation macroéconomique d'un pays donné. Pour cela elle distingue deux types d'objectifs, l'objectif principal et les objectifs intermédiaires.

2.2.1. L'objectif principal

L'objectif principal en soit de toute politique monétaire est la stabilité monétaire. Il y a alors la stabilité interne, c'est-à-dire que la politique monétaire vise à stabiliser les prix internes c'est l'objectif d'inflation ; et la stabilité externe, l'objectif de la stabilité du taux de change.

L'objectif inflation s'agit ici de réduire le taux d'inflation à un niveau minimal qui puisse à la fois permettre une croissance économique durable sans nuire au bien-être des agents économiques. Il ne s'agit donc pas ici de réduire le taux d'inflation à un niveau nul car en règle générale, ce n'est ni réalisable ni même souhaitable.

Dans son approche de stabilisation externe, la politique monétaire fait référence aux soucis de limiter les fluctuations du taux de change. Cet objectif, en ce qui concerne les pays en voie de développement consiste alors à stabiliser la monnaie nationale face à une ou quelques devises de référence.

Outre ces deux objectifs de stabilisation monétaire, la politique monétaire devrait aussi contribuer à la réalisation du plein emploi par exemple par l'adaptation de l'émission monétaire au revenu national de plein emploi, ainsi qu'au maintien de la croissance économique. Ces quatre objectifs principaux forment le « carré magique » des objectifs macroéconomiques de la politique monétaire.

Ainsi, pour atteindre ces objectifs finals, en particulier celui de la stabilité des prix, la Banque Centrale suit l'évolution de certaines variables clés qui sont différentes des instruments de la politique monétaire au sens strict. Ces variables sont donc suivies

² Ibid.

et font l'objet d'une surveillance stricte car elles conditionnent la réalisation des objectifs finals. Ces variables en question constituent alors les objectifs intermédiaires de la politique monétaire.

2.2.2. Les objectifs intermédiaires

Dans l'optique d'atteindre les objectifs finals préalablement fixés, la politique monétaire connaît les objectifs intermédiaires suivant :

- la croissance de la masse monétaire ;
- Le niveau du taux d'intérêt ;
- Le niveau du taux de change.

La croissance de la masse monétaire :

Il s'agit alors de savoir à quelle proportion la politique monétaire peut-elle se permettre d'augmenter la quantité de monnaie dans une économie. Car une croissance abusive de la masse monétaire peut conduire à une hausse du taux d'inflation.

Pour le courant monétariste, dont la masse monétaire étant l'instrument de prédilection, le taux de croissance de celle-ci devrait être aussi proche du taux de croissance économique pour éviter le risque d'inflation. Il faudra alors aussi déterminer l'agrégat monétaire adéquat qui ferait l'objet principal de cette hausse de la quantité de monnaie.

Le niveau du taux d'intérêt :

Ce niveau du taux d'intérêt, considéré comme objectif intermédiaire, a un impact contradictoire sur les quatre objectifs finals. Ainsi, avec un taux d'intérêt élevé, il permet de réguler la masse monétaire et soutenir la monnaie alors que s'il est faible, il stimule la croissance et l'emploi.

Pour les keynésiens, le taux d'intérêt est l'instrument principal dans la conduite de la politique monétaire, l'idéal serait un taux bas qui favoriserait ainsi l'investissement et l'emploi alors que les monétaristes considèrent qu'il n'est pas important ou plutôt qu'il vaut mieux considérer le taux d'intérêt à leur niveau réel, qui est assez difficile à déterminer.

En résumé, il faudrait un taux positif ni trop élevé ni trop bas et qui soit le plus stable possible dans le temps.

Le niveau du taux de change :

Une dépréciation de la monnaie favorise les poussées inflationnistes et pénaliserait le niveau de vie de la population tandis qu'une monnaie trop forte favorise la pression déflationniste qui ralentirait la croissance, le niveau du taux de change est donc une variable importante de la politique monétaire. Ainsi faudra t-il maintenir sa stabilité à un niveau acceptable qui n'handicaperait ni les consommateurs ni les producteurs donc l'économie en générale.

Il est à noter que ces objectifs intermédiaires peuvent entrer en conflit entre eux, le niveau de la croissance de la masse monétaire, celui du taux d'intérêt et celui du taux de change ne sont donc pas totalement indépendants.

Le conflit entre les objectifs nécessite donc un arbitrage délicat de la part des autorités monétaires qui devraient les classer dans un ordre suivant les objectifs qu'ils veulent atteindre. Ainsi, si les autorités monétaires ont effectué un choix cohérent d'objectif, les contradictions ne durent que pendant un temps limité.

2.3. Types de politique monétaire

En considérant l'équilibre interne, la politique monétaire peut-être utilisée soit pour stimuler l'activité économique et l'emploi en période de récession ou de chômage soit pour freiner l'activité en période de surchauffe, deux types de politiques sont alors à la disposition des autorités monétaires selon le cas :

- La politique monétaire expansionniste ;
- La politique monétaire restrictive.

2.3.1. La politique monétaire expansionniste

L'objet de la politique monétaire expansionniste est d'accroître la masse monétaire au sein d'une économie. Elle consiste par exemple à diminuer le taux d'intérêt ou le coefficient de réserve obligatoire. Suite à cela, les banques devront augmenter leur crédit aux agents non financiers à un taux d'intérêt plus faible. Ce qui stimulera la demande intérieure, c'est-à-dire la consommation et l'investissement. Cette hausse de la demande devrait aussi alors augmenter la production intérieure :

augmentation de la croissance économique avec une demande de facteur de production élevée, le chômage va diminuer et l'emploi augmenter.

Ce type de politique monétaire répond à l'optique keynésienne de relance de l'activité économique.

Mais comme dit auparavant, l'objectif de la croissance économique et de chômage n'est pas favorable à l'objectif de taux de change, ce dernier tendant plutôt à la dépréciation en cas de politique expansionniste.

2.3.2. La politique monétaire restrictive

Contrairement à ce qui vient d'être vu précédemment, la politique monétaire restrictive vise à diminuer la masse de monnaie en circulation. Elle consiste à diminuer le crédit en augmentant le taux d'intérêt, en épongeant la quantité de monnaie en circulation, les autorités monétaires contribuent à maîtriser l'inflation, qui est ici un phénomène purement monétaire, et ainsi favoriser la croissance économique. Ce type répond plus à l'optique de la théorie quantitative de la monnaie, en vue de réduire la hausse générale du niveau des prix et par là même à assurer la stabilité interne.

En parallèle à cet objectif interne, l'objectif de l'équilibre externe ne peut-être ignoré. Ces deux types de politiques monétaires agissent ainsi par l'intermédiaire du taux d'intérêt sur la balance des capitaux et par la hausse de la demande sur la balance commerciale. Ainsi, une baisse du taux d'intérêt entraînera une sortie des capitaux étrangers alors qu'une hausse les attirera. La balance commerciale, quant à elle est affectée par une augmentation des importations, qui accentuera son déséquilibre.

2.4. Les instruments de la politique monétaire

Les techniques d'intervention de la politique monétaire peuvent se résumer de deux manières, il y a d'abord les techniques directes d'action globale sur le volume du crédit et des techniques indirectes d'intervention par le taux d'intérêt. Ainsi, ces différentes techniques vont être vues une à une.

2.4.1. Les techniques d'intervention directe : l'action globale sur le volume du crédit.

Dans le cas d'une forte inflation, et quand il est difficile d'opérer par une intervention indirecte par le taux d'intérêt, la Banque Centrale a recours à une action

directe sur le volume des crédits bancaires, et par là même, agir sur la croissance de la masse monétaire.

L'action directe sur le volume du crédit appelle aux instruments de fixation de plafonds de réescompte et l'encadrement du crédit.

Fixation du plafond de réescompte :

Pour contrôler la liquidité détenue par les banques, la Banque Centrale peut fixer un plafond de réescompte afin de limiter les concours que le système bancaire peut adresser à la Banque Centrale. Elle contrôle ainsi les crédits qu'elle accorde aux banques primaires pour pouvoir influencer directement sur le volume de crédit que ces dernières pourront octroyer. Ce plafond peut toucher soit individuellement une banque donnée soit toucher l'ensemble du secteur bancaire.

L'encadrement du crédit :

C'est la technique la plus stricte d'action globale sur le crédit. Dans une optique de forte inflation et pour limiter la création monétaire menée par les banques, la Banque Centrale limite la progression du volume de crédit que la banque primaire peut octroyer à sa clientèle. Elle est assez efficace car ses effets se manifestent rapidement sur la distribution de crédits et que tout dépassement de la limite imposée est susceptible de sanction par constitution de réserves supplémentaires.

2.4.2. Les techniques d'intervention indirectes : l'action sur le taux d'intérêt

Cette technique indirecte par le taux d'intérêt, menée à court terme se compose de trois types d'instruments qui sont la politique du taux d'escompte, la politique d'open-market, la politique de réserves obligatoires et des appels d'offre.

La politique du taux d'escompte :

Depuis l'usage de la politique monétaire, la politique du taux d'escompte a été l'un des premiers instruments à être utilisé. Le taux d'escompte se définit comme le taux auquel la Banque d'émission refinance les banques commerciales et le taux directeur du crédit. Son principe est assez simple, les banques commerciales s'adressent à la Banque Centrale pour se refinancer et réescompter les effets de commerce. Ainsi,

pour maîtriser le concours que le système bancaire peut adresser à la Banque Centrale, cette dernière peut varier le taux d'escompte en fonction de l'objectif visé.

Elle peut alors l'augmenter en cas de politique restrictive, rendant alors plus chère l'obtention de liquidité et permettra de ralentir la distribution du crédit par les banques de dépôt ; elle peut aussi la diminuer en cas de politique expansionniste pour faciliter l'octroi de crédits à l'économie.

Plus précisément, le contrôle du crédit par le taux d'escompte entraîne différentes réactions sur les différents marchés. Ainsi, en cas d'une hausse de taux :

- Sur le marché de la monnaie, cette hausse se répercutant par la hausse du taux des banques commerciales se traduit par une baisse des demandes de crédits adressés à ces dernières et par une augmentation des dépôts qui sont attirés par un revenu plus élevé.
- Sur le marché des biens et services, avec un taux élevé, il y a une baisse conséquente de l'investissement et ralentissant ainsi la production. Les producteurs tendant à diminuer leur prix pour plus de liquidités.
- Sur le marché financier, l'augmentation du taux entraîne une augmentation du taux d'intérêt sur le long terme.
- Sur le marché des changes, elle peut attirer les capitaux étrangers qui permettent de redresser le taux de change national.

Il s'agit de raisonner de manière inverse dans le cas d'une politique expansionniste qui vise à relancer l'activité économique par une hausse des crédits accordés, se traduisant par une augmentation des investissements.

Le problème relevé par la politique du taux d'escompte se pose sur l'effectivité de la répercussion du taux de la Banque Centrale sur le taux des banques commerciales. En effet, ces dernières peuvent compenser leur perte par une hausse du coût du crédit qu'elle accorde tout en les augmentant.

L'open-market :

L'instrument « Open-market » permet à la Banque Centrale d'effectuer une ponction ou une injection monétaire au niveau du marché monétaire par l'émission ou par l'achat de titres, ces derniers étant des titres d'Etats, les bons du trésor, que la

Banque Centrale a initialement en sa possession. Son intervention s'effectue alors de manière indépendante des demandes de liquidités des banques de dépôts.

Ainsi, en achetant les titres d'Etats aux banques, la Banque Centrale augmente la liquidité qu'elles détiennent tout en diminuant le taux d'intérêt et augmentant ainsi la possibilité de celles-ci à accorder plus de crédits, il s'agit là d'une injection monétaire effectuée dans le cadre d'une politique monétaire expansionniste en vue de relancer l'activité.

Par contre, en vendant les titres, la Banque Centrale effectue une ponction monétaire qui augmente le taux d'intérêt, réduisant la marge de crédit des banques.

La politique d'Open Market est surtout efficace en période d'inflation car il est plus commode pour la Banque Centrale de vendre des titres que d'en acheter car la décision d'emprunter des agents économiques peut ne pas être certaine.

Les réserves obligatoires :

Dans la lignée des politiques indirectes par le taux d'intérêt que la Banque Centrale peut utiliser, il y a le système de réserves obligatoires. Les réserves sont le stock de « monnaie Banque Centrale » qu'une banque donnée dispose. Cette dernière, la banque primaire est obligée de constituer des réserves sous forme de compte auprès de la Banque Centrale suivant un certain taux, il s'agit à la fois d'une garantie pour les déposants mais c'est aussi devenu, et c'est ce qui nous intéresse, un moyen de contrôle de la quantité de monnaie par la Banque Centrale.

Le système est simple, en augmentant le coefficient de réserve, la Banque Centrale réduit la quantité de monnaie en circulation et augmente ainsi le taux d'intérêt : politique monétaire restrictive. Au contraire, avec un coefficient de réserve peu élevé, la Banque Centrale relance l'économie par une diminution du taux d'intérêt et une augmentation de l'investissement : politique monétaire expansionniste.

Les appels d'Offre :

Les appels d'offre sont une des techniques de refinancement des banques effectuées au niveau du marché interbancaire. Sur ce marché, les banques peuvent s'accorder des crédits interbancaires selon des conditions fixées préalablement par les

parties. Le rôle de la banque Centrale sur ce marché consiste soit par des appels d'offre positifs soit des appels d'offre négatifs.

Les appels d'offre positifs consistent en une « injection de liquidité effectuée à l'initiative de la Banque Centrale. Ils remplacent la procédure de réescompte comme procédure de refinancement des banques. Pour cela, elle annonce un taux plancher et les demandes des banques sont satisfaites dans la limite de la quantité de monnaie centrale qu'elle souhaite injecter. A côté de ces appels d'offre positifs, qui sont des interventions ponctuelles de la Banque Centrale, il y a les pensions qui sont accessibles en permanence aux établissements bancaires, le taux de ces derniers étant supérieurs à celui des appels d'offre »³

Les appels d'offre négatifs, quant à eux, consistent en « une ponction de monnaie centrale sur le marché. Ils permettent aux banques d'effectuer des dépôts portant intérêt à la Banque Centrale. Les banques soumissionnent en proposant des taux et les offres sont retenues à concurrence du montant de monnaie centrale que la Banque souhaite reprendre »⁴

En bref, la Banque Centrale détient plusieurs instruments pour conduire une politique monétaire, en passant par un contrôle direct des volumes du crédit et un contrôle indirect par le taux d'intérêt. Mais actuellement, avec le développement de l'économie et les problèmes d'encadrement dans le contrôle direct, la politique d'intervention par le taux d'intérêt est beaucoup plus privilégiée.

Ce qui nous conduit aussi à discuter de l'efficacité de la politique monétaire et des conditions dans lesquelles elle devrait-être menée.

2.5. Efficacité et limite de la politique monétaire

Considérée comme un instrument essentiel de la politique monétaire, la politique monétaire connaît des avantages mais aussi des limites. Quelques points vont donc être ici relevés pour conditionner son efficacité ainsi que pour encadrer ses limites.

³ livre d'Economie Monétaire, 3^{ème} année

⁴ Ibid.

2.5.1. L'efficacité de la politique monétaire

Ainsi, relativement parlant, la politique monétaire est efficace par rapport à d'autre politique économique comme la politique budgétaire en vue de lutter contre l'inflation car :

- dans le cas où l'économie est en proie à une forte inflation, la politique budgétaire ne peut être organisée rapidement, une politique monétaire est donc préférable pour instrument de lutte avant de pouvoir mettre en œuvre des mesures budgétaires adéquates.
- La politique monétaire est aussi plus flexible que la politique budgétaire, cette dernière nécessitant des décisions parlementaires de longues haleines. Elle est aussi irréversible car ceux qui bénéficient des dépenses budgétaires supplémentaires sont peu enclins à y renoncer en cas de politique de restriction.
- L'impact de la politique budgétaire est d'abord interne alors que celle de la politique monétaire a un impact sur la balance des paiements.
- Dans le cadre d'un haut niveau de la fiscalité, un excédent budgétaire peut sembler assez difficile à accomplir pour maîtriser l'inflation.

2.5.2. Les limites de la politique monétaire

En ce qui concerne ses limites immédiats :

- Pour freiner ou relancer l'activité, une politique monétaire par le taux d'intérêt connaît ses limites en fonction de l'élasticité de la demande de monnaie par rapport à une variation de ce taux d'intérêt.
- La politique monétaire connaît un délai allant de six à douze mois avant d'agir l'activité économique et le niveau général de prix.

- La politique monétaire ne peut se séparer de ses canaux de transmission, comme le coût du capital, le canal de crédit et les effets d'annonce qui sont assez difficiles à estimer empiriquement.
- Quoique plus efficace sur certain point par rapport à la politique budgétaire, une politique monétaire ne peut-être menée seule, sa réussite dépend donc de son degré de coordination avec les autres politiques économiques, en particulier avec la politique budgétaire et la politique fiscale.

Mener à froid seule une politique monétaire est donc assez inefficace, elle doit être combinée au moins avec la politiques budgétaire, la politique fiscale et de la politique de revenu.

L'instrument qu'est la politique monétaire est donc maîtrisé, Ce qui précédent a permis de distinguer les types de politiques monétaires ainsi que les instruments qu'elle utilise. On sait aussi à quelles conditions elle est efficace et les conditions qui limitent son action.

Chapitre 2 : LA POLITIQUE MONETAIRE DANS LA THEORIE CLASSIQUE ET MONETARISTE

Il s'agit ici de connaître les fondements théoriques de la politique monétaire selon la théorie classique et la théorie monétariste.

I. L'analyse classique de la politique monétaire

1.1. La dichotomie classique

Cette théorie préconise d'avantage l'ajustement sur le marché par le prix. Elle pose aussi les bases de la dichotomie classique selon laquelle il existe une sphère réelle et une sphère monétaire

La sphère réelle

La sphère réelle suppose que la valeur des biens et des services est analysée sans prendre en compte leur prix en unité monétaire, c'est la notion de « monnaie voile ». Il existe alors un certain nombre de données telles que les facteurs de production, les technologies qui permettent de définir le niveau de production, le niveau de l'emploi...

La sphère monétaire

Il s'agit ici de considérer la monnaie qui tire sa valeur de son pouvoir d'achat en biens et services, elle n'a pas donc d'utilité propre. Ici, la donnée principale est la masse monétaire qui est définie par les autorités monétaires, celle-ci influe sur les prix nominaux exprimés en unités monétaires.

1.2. L'offre de monnaie

De façon générale, l'offre de monnaie, c'est-à-dire, la quantité d'unités monétaires qui existe au sein de l'économie, est définie par l'Etat, mais ce dernier délègue le pouvoir de contrôle de l'offre monétaire à une institution communément appelée la « Banque Centrale ». La Banque Centrale est donc la pièce maîtresse dans la manipulation de l'offre de monnaie, par extension, c'est la Banque Centrale qui définit et conduit la politique monétaire d'un pays donné.

Mais en réalité, le contrôle de l'offre de monnaie par la Banque Centrale, c'est-à-dire l'accroissement ou la réduction de la quantité de monnaie en circulation n'exclut

pas totalement le système bancaire du pays. En effet, c'est par l'intermédiaire des banques de second rang qui sont en contact avec les ménages que la manipulation pourra s'opérer. Il en résulte donc que l'offre de monnaie dépend d'abord de la politique de la Banque Centrale, ensuite du comportement des ménages qui détiennent la monnaie d'une part et enfin des actions des banques où la monnaie est déposée d'autre part.

La Banque Centrale influe sur l'offre de monnaie par l'effet qu'elle exerce sur les deux composantes de l'offre de monnaie, qui sont :

- Les pièces de monnaies et les billets
- Les dépôts à vue

L'instrument qu'elle utilise est la réglementation des réserves des banques de second rang. La Banque Centrale fixe un niveau de réserves obligatoires que les banques de second rang doivent respecter en vue d'honorer ses engagements vis-à-vis de ses clients, une partie de ces réserves est détenue par la banque elle-même et une autre partie conservée dans les coffres de la Banque Centrale.

Pour cela, il existe deux types de réserves :

- Les réserves intégrales, c'est-à-dire que tous les dépôts effectués par les clients sont détenues par la banque sans qu'elle puisse octroyer des prêts et tirer un revenu quelconque. Chaque monnaie déposée diminue la monnaie en circulation (pièces et billets) de la même quantité mais accroît les dépôts de la même quantité, il n'y a donc pas de variation de l'offre de monnaie.
- Les réserves fractionnaires, contrairement à la situation précédente, les banques peuvent transformer une partie de leur dépôt en prêt et prélever un taux d'intérêt sur ce dernier. Ici donc, il y a changement au niveau de l'offre de monnaie, car tout prêt consenti accroît cette offre. Le fait est seulement que l'augmentation de l'offre de monnaie ne s'accompagne pas d'une augmentation de l'offre de richesse.

Ainsi, « si les banques détiennent 100% des dépôts sous forme de réserves, le système bancaire n'affecte pas l'offre de monnaie mais dans un système bancaire à réserves fractionnaires, les banques créent de la monnaie »⁵

En résumé, la combinaison entre la politique des autorités monétaires agissant sur les réserves et la politique des banques créant des dépôts détermine la variation de l'offre de monnaie. En clair, l'offre de monnaie est déterminée de façon exogène par le système bancaire.

1.3. La demande de monnaie : la théorie quantitative de la monnaie

La demande de monnaie classique se formule habituellement par la théorie quantitative de la monnaie.

La première formulation de cette théorie qui liait le niveau de la masse monétaire au niveau des prix remonte à Jean Bodin (1563), époque où il établissait « les réponses aux paradoxes de M. De Malestroit », en stipulant que la hausse des prix était la conséquence de l'afflux d'or venant des Amériques qui arrive en Espagne. La théorie s'est d'autant plus forgée en passant par Cantillon dans son « Essai sur la nature du commerce en général » publié en 1755 et par D. Ricardo au XIX^{ème} siècle.

La formulation la plus commune de la théorie quantitative vient de Fischer en 1907, c'est cette version qui sera utilisée ici pour expliquer la variation du prix par rapport à une augmentation de la masse monétaire, analyse qui sera utile dans la conduite de la politique monétaire.

Les écoles classiques fondent leur conception monétaire à partir de l'équation qui lie d'une part la quantité de monnaie en circulation et la vitesse de circulation et d'autre part le niveau général des prix et le nombre de transactions en terme physique, de l'économie ou produit intérieur brut. Les agrégats de l'équation sont donc :

M, la quantité de monnaie en circulation, est une variable exogène dépendant des autorités monétaires

V, la vitesse de circulation de la monnaie, qui est constante, relevant l'idée que la détention d'encaisses est relativement stable et indépendant du taux d'intérêt.

⁵ G.N. MANKIW, *Macroéconomie*, 3^{ème} ed. P 578-579

T, le nombre de transactions, ou encore le niveau de production qui dépend des facteurs de production de l'économie.

P, le niveau général des prix, la seule variable à déterminer et qui dépend de M

L'équation de la théorie quantitative s'exprime alors par :

$$M.V = P.T$$

Cette théorie suppose que toute augmentation de la monnaie en circulation entraîne une augmentation des prix puisque le volume des transactions n'est pas affecté par une quelconque augmentation de M.

Avec V constant, l'analyse classique nie l'existence d'une demande de monnaie liée au motif de spéculation. Ce dernier correspond au désir des agents économiques de conserver de l'argent puis en tirer profit suite à une variation du taux d'intérêt. L'expression de la demande de monnaie pour les classiques est donc :

$$L = L_1(pY), \quad pY \text{ étant le niveau de revenu nominal.}$$

Conclusion de la théorie :

La théorie quantitative donne une conception purement monétaire de l'inflation, les conditions suivantes peuvent être tirées :

- C'est l'excès de monnaie qui engendre l'inflation
- L'émission de monnaie n'a d'influence que sur le niveau des prix

Ces conclusions, et conformément à la dichotomie classique des sphères réelles et monétaires, la monnaie, et par extension la politique monétaire n'a d'influence que sur les prix. La politique monétaire ne peut donc point agir sur le niveau de la production et le niveau de l'emploi, c'est donc un instrument de stabilisation qui cible principalement le niveau des prix.

Ici sera abordée l'analyse de la politique monétaire par les monétaristes.

II. L'analyse monétariste de la politique monétaire

Le courant monétariste, mené par M. Friedman avance aussi une théorie dans la conduite et la forme de la politique monétaire que les autorités monétaires devraient mener. Pour comprendre leur position, cette partie se propose de voir la théorie « néo

quantitative » de la monnaie puis voir le phénomène inflation que les monétaristes considèrent comme but ultime de toute politique monétaire et enfin voir comment devrait être la forme de cette politique.

2.1. La théorie « néo quantitative »

En 1956, Milton Friedman, figure représentative du courant de pensée monétariste, écrit qu'« on n'a peut-être pas observé d'autre liaison empirique, en économie, qui se reproduise si uniformément dans une si grande variété de circonstances que la liaison qui existe entre des variations sensibles du stock de monnaie sur de courtes périodes et celles des prix »⁶. Il est clair ici qu'il est un partisan de la théorie quantitative de la monnaie, mais à sa façon il va proposer une nouvelle forme de la demande de monnaie qui va lui permettre de donner une nouvelle version de la théorie quantitative.

Pour cela, il considère que la monnaie n'est qu'une des formes de détentions de la richesse. Il y a alors un objectif de diversification de patrimoine chez les individus, cette diversification se compose alors d'obligations, d'actions, de biens physiques et de capital humain.

En somme, le patrimoine de l'individu est composé d'actifs réels et d'actifs financiers et il s'agit pour lui de les gérer de façon optimale pour en tirer le maximum de revenu. Le revenu qu'il considère est le « revenu permanent », c'est-à-dire le revenu anticipé par l'agent sur une certaine période. La demande de monnaie dépend alors du revenu permanent

Notion de revenu permanent :

La théorie du revenu permanent énonce que la consommation des agents économiques ne dépend pas du revenu courant au moment où cette consommation se réalise mais du revenu permanent. Ce revenu permanent est le revenu que l'agent s'attend à percevoir compte tenu de l'évolution de son revenu courant, de son activité professionnelle, de ses biens ainsi que de la répartition de ses actifs financiers.

⁶ F. Duboeuf, *La théorie quantitative. Une nouvelle présentation*, R.S. Thorn, pp 69-90 traduction française de *The quantity theory of money. A restatement* in M. Friedman

Compte tenu de cela, la demande de monnaie est donc stable à long terme. En effet, la demande de monnaie est fonction du patrimoine (le revenu permanent), lui-même étant stable. Cette demande de monnaie n'est donc pas en relation étroite avec le revenu courant qui est instable à court terme tout en évoluant autour du revenu permanent.

Ainsi, toute variation de l'offre de monnaie, avec la stabilité de la demande de monnaie, ne peut se traduire que par une augmentation du niveau des prix. Phénomène expliqué par l'effet d'encaisse réelle.

Notion d'encaisse réelle :

Pour les monétaristes, l'illusion monétaire n'existe pas, ce qui importe aux agents c'est leur encaisse réelle c'est-à-dire le pouvoir d'achat de leur encaisse monétaire exprimé en terme de biens.

L'encaisse réelle se définit alors comme le rapport entre la masse monétaire et le niveau des prix. Une augmentation des encaisses réelles incite les agents à augmenter leur demande de biens alors qu'une diminution des encaisses les conduit à une diminution de la demande de bien en vue de reconstituer leurs encaisses.

La théorie néo quantitative exprime donc le rôle inflationniste que la monnaie peut jouer dans une économie. L'expression de la théorie se fait en taux de croissance:

$$m + v = p + y$$

m , est le taux de croissance du stock de monnaie,

p , le taux d'inflation,

y , le taux de croissance du produit intérieur,

v , le taux de variation de la vitesse de circulation de la monnaie

Cette égalité traduit que « l'inflation est la somme des taux de croissance de la masse monétaire et de sa vitesse de circulation, diminuée du taux de croissance de l'économie réelle »⁷. Le taux de croissance de l'offre de monnaie détermine alors le taux d'inflation.

⁷ RAMSES 1990, « Le monde et son évolution », Rapport de l'IFRI, Dunod 1989 , p. 215

2.2. L'inflation, un phénomène monétaire

Il va de soi alors que selon l'analyse monétariste, l'inflation n'a d'origine que la croissance de la masse monétaire. M. Friedman définit d'ailleurs expressément la source de l'inflation telle qu'elle est, toujours et partout, un phénomène monétaire, et il n'y a pas, par conséquent, de lutte contre l'inflation sans politique monétaire restrictive. Cette assertion définit d'ailleurs aussi le mode de politique monétaire accepté par les monétaristes.

L'hypothèse de la dichotomie classique est aussi ici maintenue car si à court terme, la monnaie peut-avoir des effets réels c'est-à-dire l'activité et l'emploi, à long terme, elle n'influence que le niveau des prix.

2.3. La politique économique dans l'analyse monétariste

Dans un premier temps, l'analyse monétariste portera brièvement sur la politique budgétaire et enfin sur de la politique monétaire dans cette analyse.

2.3.1. La politique budgétaire

La politique budgétaire est en fait une des matérialisations de l'intervention de l'Etat dans l'économie. Le courant monétariste, un courant fidèle au courant libéral est d'autant plus critique à la politique budgétaire que ses prédécesseurs. En effet, avec la notion de revenu permanent, l'effet du multiplicateur des dépenses publiques ne peut être que minimal car la consommation ne dépend plus du revenu courant.

La politique budgétaire engendre l'effet d'éviction qui annule l'effet de relance escompté. Le déficit budgétaire qui augmente le taux d'intérêt dissuade l'investissement privé, ce dernier étant évincé par le secteur public.

2.3.2. La politique monétaire

L'inflation étant un phénomène monétaire, le seul moyen de lutter contre elle ne peut être que l'adoption d'une politique monétaire visant la stabilité des prix. L'objectif principal de cette dernière étant donc la lutte contre l'inflation, le courant préconise plus aussi la politique monétaire car elle est plus « neutre » c'est-à-dire qu'elle respecte plus les jeux du marché que la politique budgétaire.

Dès lors, les monétaristes préconisent deux options une politique monétaire restrictive qui passe par une contraction de la masse monétaire ou bien une politique monétaire automatique, cette dernière étant plus conseillée par le courant.

En effet, la politique monétaire n'ayant pour objectif que la stabilité du système économique (stabilité des prix), celle automatique peut engendrer un niveau de prix stable, ou croissant à un rythme faible, et connu à l'avance. Cette politique monétaire automatique consiste à fixer un taux de croissance désiré de la masse monétaire pour le futur, les autorités monétaires devront donc s'assurer d'une progression croissante de cette masse monétaire suivant ce taux et se borner à l'exécuter sur le long terme. Pour eux, elle doit aussi permettre d'ôter tout pouvoir discrétionnaire aux autorités monétaires et à la Banque Centrale en matière monétaire.

L'analyse classique de la politique monétaire se fonde donc sur la théorie quantitative de la monnaie, ce qui leur permet de conclure que le seul impact d'une variation de la masse de monnaie ne peut se répercuter que sur une variation des prix. Il en est de même pour l'analyse monétariste, qui découle en fait de la théorie classique.

Il est à noter que ces théories se caractérisent par le fait que ce sont des analyses sur le long terme, qui est, contrairement à l'analyse keynésienne, une analyse de courte période. C'est effectivement cette approche qui fera l'objet de notre prochain chapitre.

Chapitre 3 : LES FONDEMENTS KEYNESIENS DE LA POLITIQUE MONETAIRE.

La particularité de l'analyse keynésienne est la remise en cause de la dichotomie classique de la sphère réelle et la sphère monétaire. C'est aussi une analyse de courte période contrairement à l'analyse classique de long terme. Elle se caractérise aussi par une nouvelle demande de monnaie, dont la variable principale est le taux d'intérêt.

I. Les fondements de l'analyse keynésienne

Le taux d'intérêt devient le lien qui unit la sphère monétaire et la sphère réelle. Dans la sphère monétaire, c'est de lui dont dépend la demande de monnaie alors que dans la sphère réel, c'est l'investissement qui dépend de son niveau.

L'analyse keynésienne présente aussi une nouvelle approche qui critique radicalement la théorie quantitative de la monnaie, dont les nouvelles hypothèses sont les suivantes :

- La monnaie n'est en rien un voile, elle est désirée pour elle-même.
- Sa vitesse n'est pas constante et sa demande ne dépend pas seulement du niveau de revenu et celui de la production mais aussi du taux d'intérêt, ce dernier étant le prix de la renonciation à la liquidité.
- Le plein emploi dans l'économie n'est pas spontané.
- La monnaie et la politique monétaire ont des effets réels sur l'emploi et la production.

1.1. La demande de monnaie : la préférence pour la liquidité

Pour Keynes, la monnaie n'est pas un voile comme le croit les Classiques, c'est en fait un actif parmi d'autres, qui fait l'objet, de la part des agents économiques, d'une demande, la préférence pour la liquidité, fondée sur trois motifs :

Le motif de transaction

Les agents économiques détiennent d'abord de l'argent pour leur besoin d'échanges. Si la perception de leurs revenus coïncidait avec le moment où ils

dépensent, le besoin de détenir l'argent liquide n'est pas fondé mais la réalité est tout autre. Deux cas peuvent alors être observés selon le type d'agent :

- Pour les ménages, il y a lieu de ne pas dépenser immédiatement leurs revenus et de constituer une « encaisse de transaction » car les dépenses s'échelonnent dans le temps.
- Pour les entreprises, il existe un laps de temps qui sépare le décaissement né des dépenses et l'encaissement des recettes, ainsi elles constituent « encaisse de trésorerie »

Le motif de précaution

Les agents économiques constituent une « encaisse de précaution » en vue d'anticiper et de faire face à un quelconque risque de dépenses imprévues, cette encaisse dépend du niveau de revenu des agents et de la conjoncture.

Le motif de spéculation

Le motif de spéculation est le motif qui représente le plus la préférence pour la liquidité. Pour Keynes, la monnaie est un actif financier susceptible d'être recherché pour lui-même. Ce motif dit que l'agent économique constitue une « encaisse de spéculation » pour pouvoir profiter du revenu qu'il peut tirer des acquisitions des titres à taux fixes en fonction du taux d'intérêt : il achètera des titres quand le taux est élevé et inversement quand il est à un bas niveau.

1.2. Formulation de la demande de monnaie

Avec la préférence pour la liquidité, l'analyse keynésienne distingue deux types de demandes de monnaie :

- $M1 = L1(Y)$, qui concerne les motifs de transaction et de précaution. Cette demande dépend du revenu national et est rigide au taux d'intérêt.
- $M2 = L2(i)$, cette demande est fonction du taux d'intérêt et est liée au motif de spéculation.

II. Le modèle IS-LM

Pour évaluer les effets des politiques économiques sur l'économie, la macroéconomie utilise un instrument appelé « modèle économique ». Un modèle économique est une représentation simplifiée de la réalité faisant appel à des graphiques ou à des équations pour montrer les interactions entre variables.

Ainsi, pour évaluer les impacts de la politique monétaire, il est courant de faire appel à un modèle spécifique appelé communément « le modèle IS-LM »

2.1. Présentation du modèle IS-LM

Le modèle IS-LM a été présenté en 1937 par Hicks, c'est un instrument de départ habituel utilisé par les Etats en vue de prévoir et d'évaluer les conséquences d'une politique économique, c'est donc un cadre d'analyse des effets de la politique monétaire et aussi de la politique budgétaire.

Le modèle IS-LM se fonde sur une conception de l'économie à deux secteurs :

- Le secteur réel, représenté par le marché des biens et services
- Le secteur monétaire, représenté par le marché de la monnaie

Le modèle suppose donc un double équilibre sur le marché des biens et services et sur le marché de la monnaie.

L'économie ainsi représentée est une économie fermée et où le secteur public n'est pas pris en compte. Ce n'est pas non plus une économie en plein-emploi, et où les prix sont rigides à court terme, l'offre de monnaie est exogène.

Cette représentation de l'économie dans la vision Keynésienne cible donc l'effet de la politique monétaire sur la croissance économique et le niveau de l'emploi étant donné que les prix sont rigides. Une hausse de la demande aura comme conséquence une hausse de la production et non une hausse des prix.

2.1.1. La courbe IS « Investment and Saving »

La courbe IS représente l'équilibre de l'offre et de la demande globale sur le marché des biens et services, le premier équilibre est le suivant :

$O = D$, égalité entre l'offre et la demande globale

Y étant aussi la production nationale évaluée en unité monétaire,

$$O = Y$$

C qui représente la consommation des ménages et I, l'investissement des entreprises

$$D = C + I$$

$$O = D \text{ devient donc } Y = C + I$$

Or le revenu national (Y) est réparti en consommation et en épargne S, d'où :

$$Y = C + S$$

$$\text{donc } Y = C + I = C + S$$

D'où la condition d'équilibre du secteur réel : $I = S$, c'est-à-dire que l'équilibre du secteur réel exige l'égalité entre l'épargne et l'investissement.

La courbe IS est alors une courbe décroissante qui repose sur trois relations :

- L'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt i , constat commun à l'analyse classique et keynésienne

$$I = I(i) \text{ avec } I'(i) < 0$$

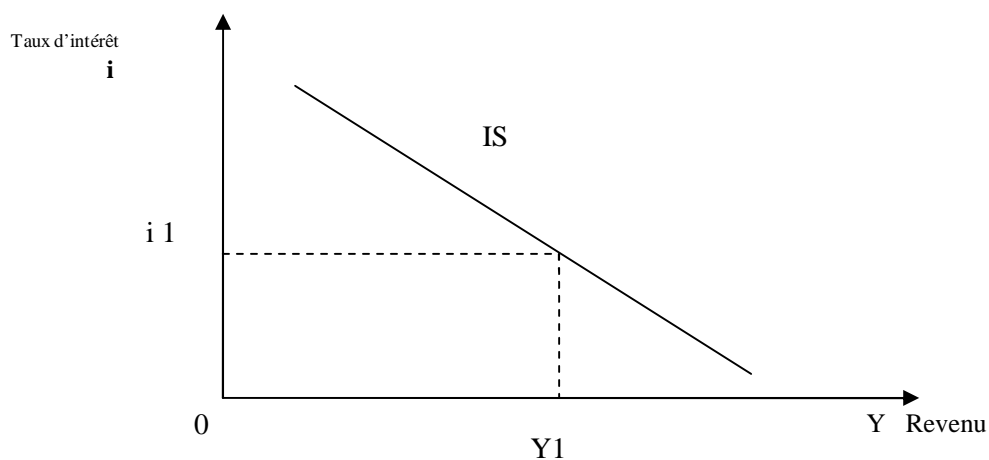
- L'épargne est une fonction croissante du revenu, conforme à l'analyse keynésienne

$$S = S(Y) \text{ avec } S'(Y) > 0$$

- L'épargne et l'investissement sont égaux

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

Graphique 1: La courbe IS



Source : « La monnaie dans l'économie », G. Jacoud, p 218

Cette courbe IS décrit donc l'ensemble des couples des valeurs de Y et de i qui donne l'égalité entre I et S .

Y est fonction inverse de i tel qu'une augmentation de i équivaut à une diminution de Y . Car, compte tenu de nos hypothèses, une augmentation de i entraîne une diminution de l'investissement, donc une diminution du niveau d'épargne qui était égal à ce dernier ; alors qu'un niveau bas d'épargne correspond à un niveau bas du revenu global. *Le revenu Y est donc une fonction décroissante du taux d'intérêt i .*

Toute modification de la fonction d'investissement ou de la fonction d'épargne entraîne un déplacement de la courbe IS.

2.1.2. La courbe LM « Liquidity and money »

La deuxième courbe LM, correspond à la sphère monétaire, c'est-à-dire au marché de la monnaie. Dans l'analyse Keynésienne, l'offre de monnaie M est exogène c'est-à-dire que son niveau est fixé par les autorités monétaires. Et L , qui est la demande de monnaie dépend de deux éléments qui sont le taux d'intérêt i et le revenu Y . Cette demande de monnaie est scindée en deux parties qui sont :

- $L_1 (Y)$ qui représente la demande de monnaie pour les motifs de transaction et de précaution, et qui est fonction du revenu.
- $L_2 (i)$ qui n'est autre que la demande de monnaie pour le motif de spéculation et qui dépend du taux d'intérêt.

Donc $L = L_1 (Y) + L_2 (i)$

L'équilibre monétaire est alors réalisé quand l'offre de monnaie égale la demande de monnaie :

$L = M$, et compte tenu de l'équation ci-dessus :

$$M = L_1 (Y) + L_2 (i)$$

Ainsi, la courbe LM qui est d'allure croissante repose sur trois éléments :

- La demande de monnaie de transaction et de précaution est une fonction croissante du revenu.

$$L_1 (Y) \text{ et } L_1' (Y) > 0$$

- La demande de monnaie de spéculation est une fonction décroissante du taux d'intérêt.

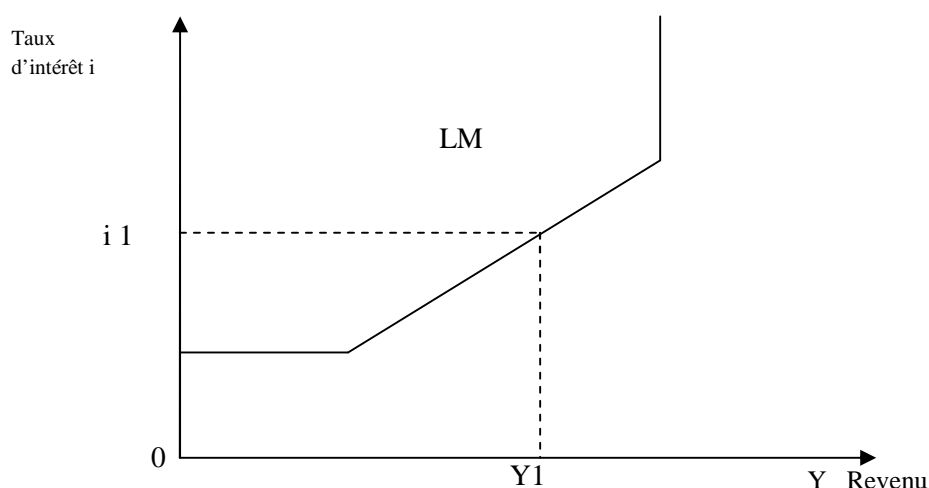
$$L_2(i) \text{ et } L'_2(i) < 0$$

L'offre est égale à la demande de monnaie, $L = M$

La courbe LM est donc l'ensemble des couples de valeurs Y , le revenu et de valeurs i , le taux d'intérêt. M est exogène et ne dépend donc ni de i ni de Y .

Si la demande L_1 venait donc à varier, pour conserver l'équilibre, L_2 devrait varier identiquement à L_1 mais dans le sens inverse. Or, L_1 est fonction croissante du revenu et L_2 est fonction décroissante du taux d'intérêt. Pour avoir une parfaite compensation des variations des demandes, il faut qu'une augmentation de revenu corresponde à une augmentation du taux d'intérêt. *Le revenu Y est donc une fonction croissante du taux d'intérêt i .*

Graphique 02 : La courbe LM



Source : « La monnaie dans l'économie », G. Jacoud, p 220

La forme particulière de la courbe LM tient au fait que :

- il existe un taux d'intérêt de niveau minimum au dessous duquel il ne descendra jamais, c'est la trappe à la liquidité ; ce qui justifie la partie horizontale de la courbe.

- Le revenu national atteint son maximum, même en augmentant encore le taux d'intérêt, le revenu est le même ; ce qui justifie sa partie verticale.

2.1.3. L'équilibre simultané sur le marché des biens et services et le marché de la monnaie.

Un niveau d'équilibre macroéconomique est donc obtenu par la combinaison des courbes IS et LM. Ce niveau d'équilibre correspond à un équilibre simultané sur le marché des biens et services et le marché de la monnaie.

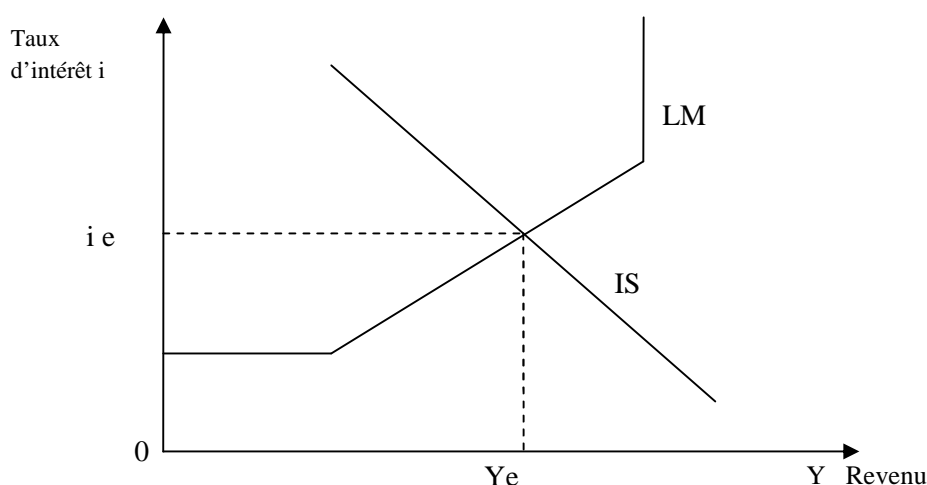
Le système d'équation suivant définit cet équilibre :

$$\begin{cases} I(i) = S(Y) \\ M = L1(Y) + L2(i) \end{cases}$$

La relation qui existe entre le revenu Y et le taux d'intérêt i est définie par ce système, la première établit que Y est fonction décroissante de i et la seconde que Y est fonction croissante de i . Une fois résolu, ce système donne le couple de revenu et de taux d'intérêt d'équilibre (Y_e, i_e) qui permet de définir l'équilibre simultané.

Graphiquement, cet équilibre est donné par le point d'intersection des courbes IS et LM.

Graphique 03 : L'équilibre simultané sur les secteurs réel et monétaire



Source : « La monnaie dans l'économie », G. Jacoud, p 222

Outre le fait que ce graphique éclaire sur les conditions d'équilibre du marché des biens et services et du marché de la monnaie, elle montre que le taux d'intérêt n'est pas seulement un phénomène monétaire car sa détermination dépend aussi de la sphère réelle ; de même, le revenu national ne résulte pas seulement de la sphère réelle mais dépend de l'interaction des courbes IS et LM.

Il est à noter aussi que le maintien de cet équilibre dépend de l'équilibre des deux marchés, aussi, le niveau d'équilibre de ce modèle ne correspond pas à un niveau d'activité suffisant pour garantir le plein emploi de la force de travail.

2.2. Les effets de la politique économique sur le modèle

Les politiques économiques qui sont rattachées directement au modèle IS-LM sont les politiques budgétaires et monétaires, chaque courbe réagissant différemment à l'une et à l'autre de ces politiques. Mais compte tenu de l'objet de notre analyse, l'effet de la politique monétaire sur le modèle sera davantage plus traité que l'effet qu'une politique budgétaire pourrait avoir.

2.2.1. Les effets d'une politique budgétaire

A notre équation de modèle initial de la courbe IS, ajoutons G qui représente la dépense du secteur public pour pouvoir évaluer les effets d'une politique budgétaire. Cette dépense publique peut être intégrée à notre fonction d'investissement initial.

Dans notre modèle, la politique budgétaire consiste à manipuler G avec l'hypothèse d'une offre de monnaie inchangée.

Une augmentation des dépenses publiques, ou politique budgétaire expansionniste se manifestera par une augmentation de la demande globale, la courbe IS se déplacera alors vers la droite, ce qui entraînera une hausse du revenu ; cette dernière entraînera à son tour une hausse des encaisses des transactions et en contrepartie, les encaisses de spéculation vont diminuer, et donc une hausse du taux d'intérêt.

Cette augmentation de G élève certes le niveau du revenu mais également celui du taux d'intérêt qui a comme conséquence de baisser le niveau de l'investissement privé : c'est l'*effet d'éviction*, c'est-à-dire que le progrès de l'investissement public évince l'investissement privé. L'effet d'éviction est le résultat d'une politique

budgétaire menée seule sans la politique monétaire c'est-à-dire sans déplacement de la courbe LM.

2.2.2. Les effets de la politique monétaire

L'effet de l'utilisation d'une politique monétaire se manifeste par le déplacement de la courbe LM. L'effet d'une politique monétaire expansionniste sera approfondie puis l'effet d'une politique restrictive.

Ainsi, dans le cadre d'une politique monétaire expansionniste, quand la politique monétaire est utilisée pour relancer l'activité économique, les autorités monétaires peuvent procéder à une augmentation de l'offre de monnaie M , ce qui aura pour conséquence le déplacement de la courbe LM vers la droite (LM1 vers LM2), avec une courbe IS inchangée. Le nouveau point d'intersection des deux courbes se caractérise par une baisse du taux d'intérêt et une hausse du revenu. En règle générale, les effets se manifestent comme suit : la baisse du taux d'intérêt entraîne une augmentation de l'investissement qui, par extension, entraînera une hausse du niveau de production et comme dit une augmentation du revenu.

Cet effet, considéré comme bénéfique, doit répondre à deux conditions :

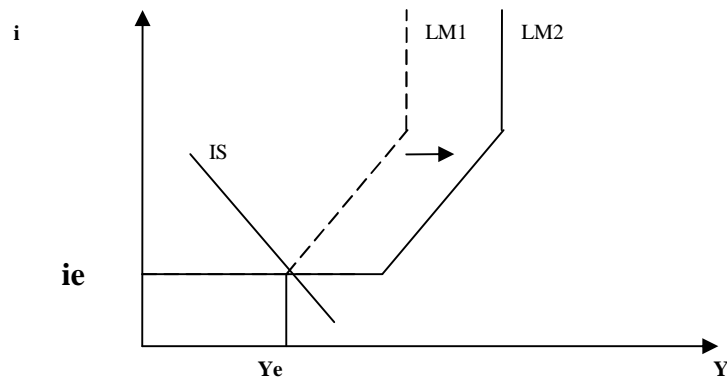
- d'une part, l'augmentation de la masse monétaire se manifeste vraiment par une baisse des taux d'intérêt.
- D'autre part, l'investissement soit sensible à cette variation du taux d'intérêt

L'efficacité de la mesure dépend aussi du nouveau point d'intersection des deux courbes. Suite à une augmentation de l'offre de monnaie, il y a trois cas possibles à distinguer:

- Si les deux courbes se croisent dans la partie horizontale de la courbe LM, qui correspond à la trappe à la liquidité. La politique monétaire, utilisée comme instrument de relance économique est totalement inefficace. La quantité de monnaie supplémentaire ne conduit ni à une baisse du taux d'intérêt, qui est déjà à son minimum (ie), ni à une augmentation du revenu

national (Y_e); cette quantité supplémentaire est en fait absorbé par les encaisses de spéculation.

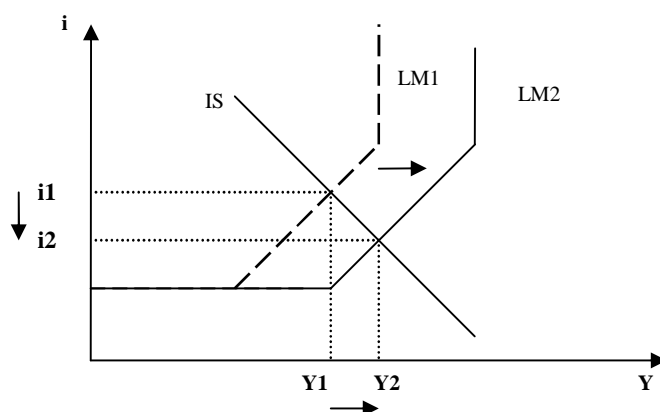
Graphique 04 : Une politique monétaire inefficace



Source : « La monnaie dans l'économie », G. Jacoud, p 224

- La politique monétaire est efficace quand la courbe IS la coupe au niveau de sa partie croissante. L'effet escompté de baisse de taux d'intérêt i_1 à i_2 va se produire avec une augmentation de l'investissement et de la demande effective, ainsi qu'une augmentation de la production et du revenu Y_1 à Y_2 .

Graphique 05 : une politique monétaire efficace

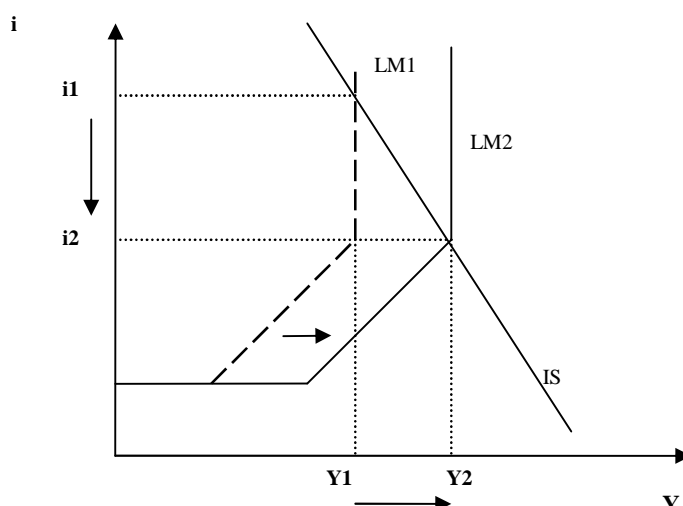


Source : « La monnaie dans l'économie », G. Jacoud, p 224

- La politique monétaire est d'autant plus efficace quand la courbe IS coupe LM dans sa partie verticale. Le déplacement de la courbe LM

engendre une baisse du taux d'intérêt assez importante et une augmentation du niveau de revenu importante.

Graphique 06 : Une politique monétaire très efficace,



Source : « La monnaie dans l'économie », G. Jacoud, p 224

Au contraire, dans une optique d'équilibre de suremploi, une politique monétaire restrictive est un instrument efficace de lutte contre l'inflation due à une pression excessive de la demande sur une offre rigide à court terme. La diminution de l'offre de monnaie déplace alors la courbe LM vers la gauche, ce qui s'accompagne d'une augmentation du taux d'intérêt et une diminution de l'investissement. L'équilibre nouvellement obtenu est un revenu Y_1 inférieur à l'initial ainsi qu'un taux d'intérêt plus élevé.

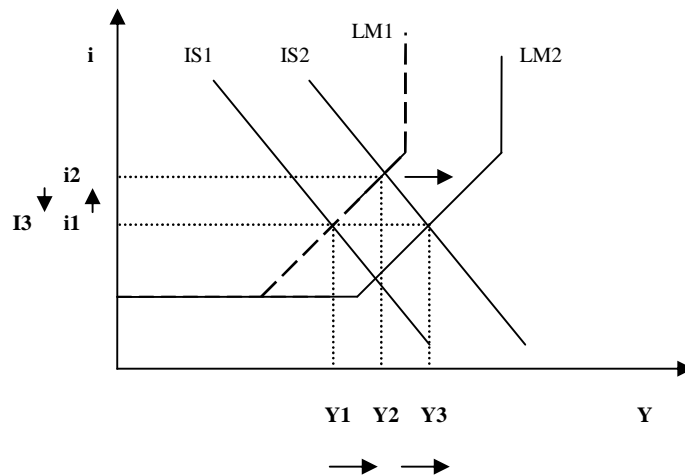
2.2.3. Les effets combinés des politiques monétaire et budgétaire

En vue maximiser l'efficacité des politiques monétaire et budgétaire, les autorités monétaires peuvent mener simultanément les deux politiques. Ainsi, la courbe IS et LM vont se mouvoir en même temps, les réactions suivantes pourront être observées :

- Une relance budgétaire déplace IS vers la droite, IS_1 vers IS_2 les courbes se coupent au niveau de la partie oblique de LM. Il y a alors une augmentation du taux d'intérêt, i_1 à i_2 et une hausse de revenu Y_1 à Y_2 ;

- Intervient alors la politique monétaire qui augmente l'offre de monnaie, un déplacement de LM vers la droite, LM1 à LM2 permet de neutraliser la hausse du taux, i_2 vers i_3 et augmentera d'avantage le niveau de revenu, Y_2 à Y_3 .

Graphique 07 : Les effets combinés des deux politiques économiques



Source « Les théories monétaires », P.B. Ruffini, p226

Il est donc plus efficace d'utiliser conjointement les deux politiques que les utiliser séparément.

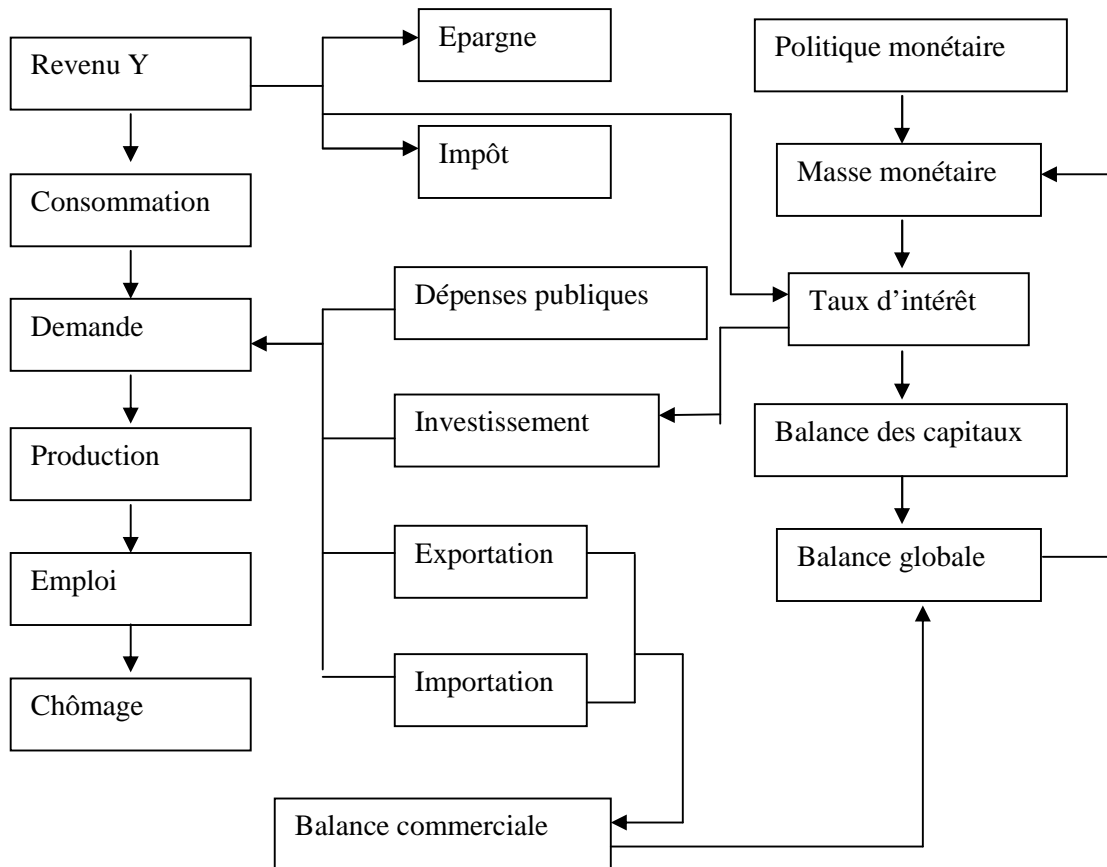
Le modèle qui vient d'être présenté ici ne tient pas compte du reste du monde, ainsi pour voir l'effet de la politique monétaire en économie ouverte, utilisons un modèle Keynésien en petite économie ouverte, c'est en fait une extension du modèle IS-LM mais en prenant compte le reste du monde.

2.3. Le modèle Keynésien en petite économie ouverte

Pour voir l'effet d'une politique monétaire dans une petite économie ouverte, le circuit keynésien sera utilisé, faisant l'hypothèse d'une parfaite mobilité des capitaux et de la fixité des prix. Le cas en change fixe et le cas en change flexible se présente différemment.

2.3.1. En change fixe

Graphique 08 : Le circuit néo-keynésien en économie ouverte, prix fixes et changes fixes



Source, « Macroéconomie ouverte » Joël Hellier, Puf 1994

Les autorités monétaires, dans une optique de politique de relance et en change fixe agit sur la masse monétaire en diminuant le taux d'intérêt :

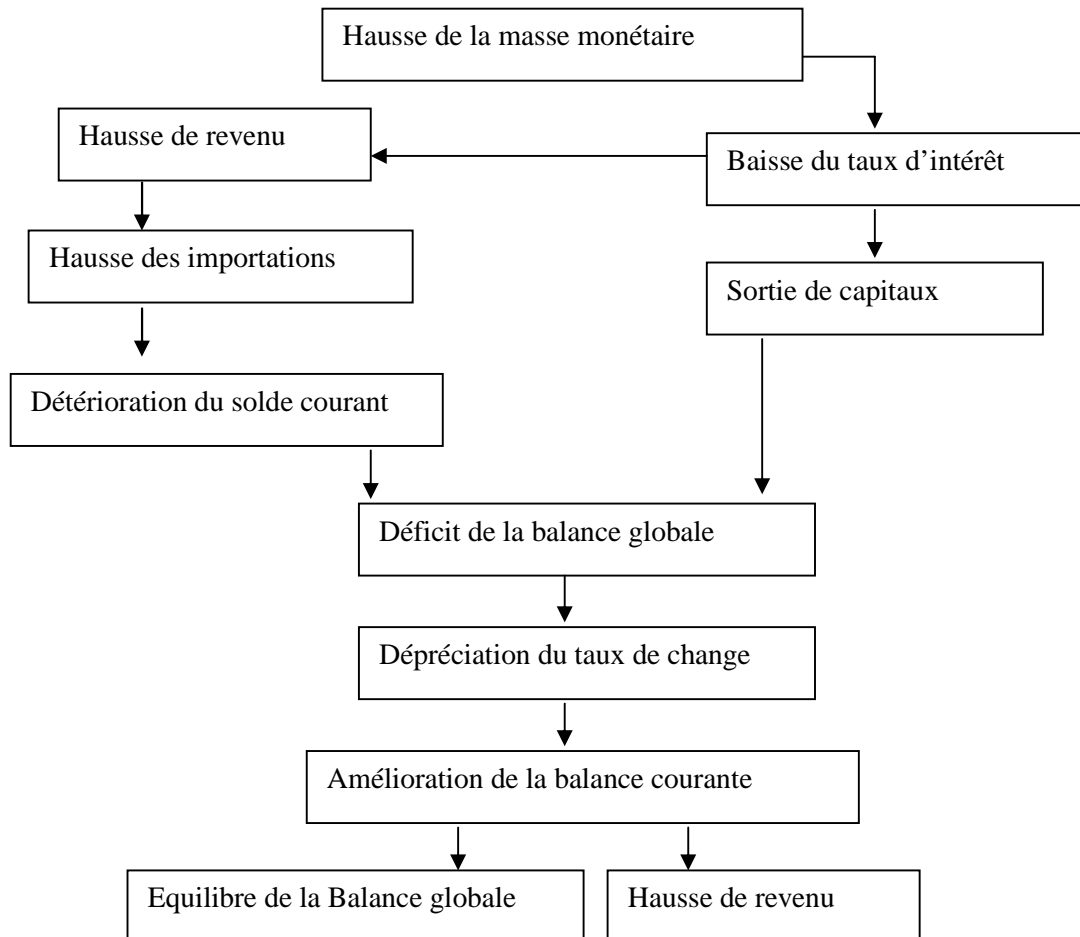
- en parfaite mobilité des capitaux, il y a une sortie des capitaux étrangers qui engendre un déficit au niveau de la balance des capitaux
- il y a aussi une hausse des investissements, du revenu et augmente le niveau des importations, il y a un déficit au niveau de la balance commerciale.

Ce double déficit engendre le déficit de la balance globale, étant en change fixe, les autorités monétaires doivent céder les devises à l'étranger pour assurer le déficit. Il y a alors contraction de la masse monétaire car les réserves en devises constituent une de ses principales contreparties. Ce qui nous ramène l'économie à sa situation d'origine.

En conclusion, la politique monétaire n'a aucun impact en régime de change fixe.

2.3.2. En change flexible

Graphique 09 : Le circuit néo-keynésien en économie ouverte, prix fixes et changes flexibles



Source, « Macroéconomie ouverte » Joël Hellier, Puf 1994

La politique de relance keynésienne, se manifestant ici par une baisse du taux d'intérêt engendre deux actions complémentaires :

- La baisse du taux d'intérêt, par l'hypothèse de parfaite mobilité des capitaux a comme conséquence une sortie de capitaux
- Cette baisse du taux d'intérêt aussi grâce à une augmentation de l'investissement augmente le revenu et par voie de conséquence augmente les importations et engendre une détérioration du solde courant.
- Ces deux réactions causent le déficit temporaire de la balance globale.

Mais étant donné l'hypothèse de change flexible, le taux de change se déprécie et réaméliore la situation de la balance courante d'où l'équilibre de la Balance globale et hausse du revenu.

La situation de l'économie se rééquilibre automatiquement mais que l'action de la politique monétaire a été cruciale au niveau de la hausse du revenu.

En parallèle à la théorie monétaire classique, il ya la théorie monétaire keynésienne qui a apporté une évolution dans l'étude de l'économie monétaire par la considération du taux d'intérêt. Cette variable a nettement changé l'analyse de la politique monétaire.

Le recours au modèle IS-LM qui nous a permis d'évaluer les impacts de la politique monétaire, elle nous a aussi montré la manière de la conduire pour assurer son efficacité dans son optique de stabilisation. Une extension du modèle nous a permis aussi de voir l'impact de la politique monétaire dans une économie ouverte ainsi que de son efficacité en change fixe et en change flexible.

Conclusion de la partie

Au cours de notre approche théorique, l'analyse a porté en premier lieu sur le concept de la monnaie ainsi que de la masse monétaire, qui sont des éléments importants de la politique monétaire. Ensuite, il s'agissait de la définir ainsi que d'analyser les différents instruments dont elle dispose pour atteindre ses objectifs ainsi que ses limites et ses avantages vis-à-vis des conditions dans lesquelles elle devrait être menée.

Dans un second lieu, l'étude a porté sur les bases théoriques de la politique monétaire selon la théorie classique et monétariste. Le second étant un digne héritier du premier. Tous deux arrivent donc à la conclusion que toute politique monétaire ne devrait avoir comme seul objectif que la stabilité des prix, ainsi toute action sur la masse de monnaie en circulation n'a comme impact que la variation du niveau général des prix. Ils préconisent alors une conduite de politique monétaire qui a comme objet la stabilisation du niveau général des prix.

En dernier lieu, il y a eu la théorie monétaire keynésienne, qui est une remise en cause de la théorie monétaire classique qui a considéré la monnaie comme un voile. La théorie keynésienne, a en effet considéré la monnaie comme un actif recherché pour elle-même grâce à la prise en compte du taux d'intérêt dans son analyse. Une nouvelle forme de la demande de monnaie a été considérée qui a permis de conclure que la politique monétaire a, outre l'impact sur les prix, un impact réel sur l'économie. La conduite d'une politique monétaire expansionniste a été préconisée pour la relance de l'activité, c'est-à-dire pour une augmentation de la production, du revenu et pour une diminution du chômage.

Rappel

- ***La mission de la Banque Centrale de Madagascar :***

C'est la Banque Centrale de Madagascar qui est le maître d'œuvre de toute politique monétaire menée au niveau du pays. Sa mission principale est de maintenir l'inflation à un niveau stable et faible, car seul un environnement stable permet une croissance économique efficiente. Outre, cette mission principale, c'est la Banque Centrale de Madagascar qui met en œuvre la politique de change, qui gère les réserves officielles de change, qui supervise les opérations sur le marché monétaire, qui développe l'efficacité du système de paiement, de compensation et de règlement, qui assume le rôle de banquier et de conseiller du gouvernement et qui assure la qualité et la disponibilité de billets sur l'ensemble du territoire.

La conduite de la politique monétaire repose sur plusieurs agrégats et indicateurs de stabilité dont les principaux sont :

- ***La masse monétaire :***

C'est par l'évolution de la masse monétaire que s'observe en premier l'impact de la politique monétaire, il s'agit de contrôler cet offre de monnaie pour atteindre les objectifs fixés.

- ***Les composantes de la masse monétaire :***

- M1 ou disponibilités monétaires, qui sont l'ensemble des billets et les moyens de paiements directement utilisables dans les transactions
- M2 ou quasi monnaie, M1 + les dépôts et placements à terme et les dépôts effectués au sein des établissements sur des comptes sur livrets.
- M3 ou masse monétaire, M2 + les dépôts en devises et les obligations. Cet élément regroupe donc tout l'ensemble des moyens de paiements directs et indirects.

▪ ***Les contreparties de la masse monétaire :***

Les contreparties désignent les utilisations de la masse monétaires. Elles se composent donc des avoirs extérieurs nets et des engagements extérieurs qui forment la position extérieure nette, et des avoirs intérieurs nets, qui se composent des créances à l'Etat, des crédits à l'économie et des autres postes nets.

• ***Les indicateurs de stabilité :***

Ces indicateurs nous permettent de voir l'état et l'évolution du secteur monétaire en général, il y a le taux d'inflation, la liquidité bancaire, le taux des titres publics, les différents taux sur le marché monétaire et le taux de change.

• ***Les instruments de la politique monétaire :***

Les instruments les plus fréquemment utilisés sont le taux de réserves obligatoires et le taux directeur de la Banque Centrale. En appui à ceux-là, la Banque Centrale peut intervenir sur le marché monétaire par l'intermédiaire des appels d'offre et des ponctions ainsi que par l'usage de l'open-market.

Toutes ces bases théoriques nous permettront ainsi de comprendre la conduite de la politique monétaire malagasy de l'année 2003 à l'année 2008. Ce qui nous amène à analyser les différentes actions de la Banque Centrale de Madagascar, l'utilisation des différents instruments, l'évolution des différents agrégats monétaires ainsi que les résultats de la politique monétaire menée dans cet intervalle de temps.

PARTIE II :

APPROCHE PRATIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Chapitre I : L'analyse de la politique monétaire pendant l'année 2003 à 2005

I. La politique de relance économique de 2003

1.1. Contexte macroéconomique

Après la crise qui a ébranlé le pays en 2002, il est clair que l'objectif du gouvernement a été de relancer l'économie du pays. Pour ce qui était de la politique monétaire, la politique globale de relance et de stabilisation avait comme objectif de faire en sorte que le taux d'inflation baisse tout en assurant des marges suffisantes pour l'expansion du crédit à l'économie ainsi que pour la levée de fonds par le Trésor public.

Pour cela, les autorités monétaires ont fixé une limite d'expansion de la masse monétaire M3 à 13,4%, le crédit net à l'Etat ne devant connaître qu'une hausse modérée pour permettre une augmentation du crédit au secteur privé à 14,8%⁸

Pour ce qui est de l'inflation, l'objectif est de ne pas dépasser 7% en termes de glissement annuel entre décembre 2002 et décembre 2003

Il s'agissait alors ici de mener une politique monétaire expansionniste.

1.2. La mise en œuvre de la politique monétaire

La mise en œuvre de la politique monétaire expansionniste a nécessité à la Banque Centrale l'utilisation d'instruments adéquats pour rétablir la situation macroéconomique du pays. Ainsi, à partir de 13 janvier 2003, elle a commencé à appliquer les mesures se résumant en les grandes lignes suivantes⁹ :

- La baisse du taux directeur de la Banque Centrale en passant de 9% à 7%, un taux extrêmement bas par rapport aux années précédentes.
- La baisse du taux de réserve obligatoire, celui des dépôts à vue et assimilés passant de 18 à 12% et celui des dépôts à terme et d'épargne qui était de 2% à été totalement annulée.

⁸ Rapport économique et financier, MEFB, année 2003.

⁹ Rapport annuel de la Banque Centrale, année 2003, p18.

- La légère hausse du taux de rendement des titres publics pour éponger la surliquidité au niveau du secteur bancaire et pour répondre à la demande de monnaie incompressible de l'Etat.

1.2.1. Le taux directeur de la Banque Centrale

En début d'année 2003, le taux directeur de la Banque Centrale a été revu à la baisse, de 9 à 7%.(cf. Annexe n °01)

Les raisons pour lesquelles elle a baissé son taux sont multiples :

- la première étant la relance des activités de production après la crise,
- la seconde étant la promotion des investissements pour la relance économique d'où le besoin d'assouplissement des conditions de crédits bancaires;
- Enfin, pour la stabilisation du niveau général des prix suite à l'inflation conjoncturelle due à la réduction de l'offre nationale.

1.2.2. Le taux de réserve obligatoire

Le taux de réserve obligatoire a été révisé à la baisse au cours des premiers mois de l'année 2003. Ces taux ont été réduits à 12% pour les dépôts à vue et assimilés et à 0 pour les dépôts à terme et d'épargne. Les raisons de cette baisse ont été d'une part que les banques ont été encouragées à octroyer du crédit aux secteurs privés pour la relance des activités de production. D'autre part, les banques ont aussi été encouragées à répondre à la demande de monnaie émanant du Trésor public.

Outre la manipulation de ces différents taux, la Banque Centrale, dans le but de remettre en circulation les encaisses thésaurisées, a introduit la nouvelle monnaie, l'Ariary, le 31 Juillet 2003.

1.3. Les impacts de la politique monétaire

1.3.1. La masse monétaire M3

Les différentes mesures prises sur le plan monétaire ont eu comme principal impact l'accélération des crédits bancaires qui ont contribué largement à la croissance de la masse monétaire. En termes de variation annuelle, la masse monétaire M3 a augmenté de 8,2% à la fin de l'année 2003 contre 7,1% pour 2002. Outre les crédits bancaires, cette augmentation trouve

aussi comme origine la variation de la position nette extérieure ainsi que celle des créances nettes sur l'Etat.

a. Les composantes de la masse monétaire

Les mesures prises au cours de l'année se sont manifestées par une nette évolution de la masse monétaire. D'une part, les établissements financiers ont été conduits à augmenter les dépôts d'épargne grâce au taux de réserve nul. D'autre part, le taux de rémunération des dépôts à vue presque nul a orienté les déposants vers, effectivement, les dépôts d'épargne. La quasi-monnaie prend alors une place plus importante dans M3 que les disponibilités monétaires.

Les disponibilités monétaires, M1 :

Premièrement, en ce qui concerne la structure des disponibilités monétaires dans la masse monétaire. La part de M1 total a diminué en 2003 au profit de la quasi-monnaie avec une baisse de 73,2% à 69%. La circulation fiduciaire, quant à elle, a connu une hausse de 29,6% à 30,1%.

Deuxièmement, en ce qui concerne son évolution annuelle, M1 a enregistré une petite augmentation de 2,1% en 2003 contre 31,4% en 2001. La circulation fiduciaire a augmenté de 10,3% en 2003, alors qu'en 2002, elle n'a augmenté que de 7,9%, la raison en est que les billets ont fait l'objet d'une demande élevée pour la reprise du commerce. Les dépôts à vue, quant à elles, ont enregistré une baisse de 3,4% contre 5,1% en 2002 et 39,5% en 2001.

La faible croissance de la masse monétaire M1 est la raison de la faible allure de l'inflation pendant l'année 2003.

Tableau 01 : Structure et évolution des disponibilités monétaires

	Variation annuelle (en%)			Structure (en % de M3)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Disponibilités mon. M1	31,4	6,2	2,1	73,7	73,2	69,0
Circulation fiduciaire	20,9	7,9	10,3	29,4	29,6	30,1
Dépôts à vue	39,5	5,1	-3,4	44,4	43,6	38,9
Masse monétaire M3	24,4	7,1	8,2	100,0	100,0	100,0

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2003

La quasi monnaie, M2¹⁰ :

La quasi monnaie, a connu en 2003 une nette hausse due à la diminution du taux de réserve sur les dépôts à terme et d'épargne. Elle représente 31,% de la masse monétaire M3 contre 26,9% l'année d'avant.

Ce qui s'est manifesté par une augmentation des dépôts d'épargne dans les banques, ils représentent 8% de la masse monétaire contre 5,4% en 2002. Il en est de même des dépôts à la Caisse d'épargne qui sont passé de 3,5% à 4,6%. Les raisons de cet intérêt pour les dépôts d'épargne tient au fait qu'il y a plus d'avantages pratiques et financiers de déposer sur ce type de compte que sur les dépôts à terme. Du côté des banques, elles sont plus motivées par le taux de réserve moins contraignants.

Les dépôts à terme, quant à eux ont nettement régressé au profit des dépôts d'épargnes. Le taux créditeur des banques pour ces dépôts à terme, qui avaient été déjà en surliquidité, étant très peu attirants. Les déposants ayant aussi un besoin de liquidité assez important dans le contexte de reprise économiques.

Les dépôts en devises ont aussi augmenté avec un taux de rémunération maximal de 5,2%. La hausse en volume de ces dépôts tient aussi du fait de l'anticipation de la dépréciation de la monnaie nationale à cause du déséquilibre de la balance commerciale. Ces dépôts ont atteint 1 087,4 milliards d'ariary en fin d'année. (cf. Annexe n °04)

Enfin, en ce qui concerne les obligations, la stabilité de leur stock était maintenue à 177,0 milliards.

b. Les contreparties de la masse monétaire

La position extérieure nette¹¹ :

Grâce aux aides extérieures totalisant 111,4 millions de DTS et une reprise des exportations de 611,6 millions de DTS, la position extérieure nette du système bancaire a augmenté de 320,8 milliards.

Les créances sur l'Etat :

Suite à un reclassement des créances de la Banque Centrale, qui étaient considérées comme des crédits à l'économie, concernant certaines entreprises

¹⁰ Ibid, p20.

¹¹ Ibid, p21.

publiques, les créances sur l'Etat pour l'année 2003 ont augmenté de 112,2 milliards. En ne prenant pas compte de ce reclassement, le désengagement net du Trésor public vis-à-vis de la Banque Centrale serait à hauteur de -241 milliards.

Les crédits à l'économie :

La politique monétaire entreprise par la Banque Centrale a surtout eu un large impact sur les crédits à l'économie. En effet, les crédits à l'économie ont connu une forte hausse dus notamment à la reprise des investissements, de la production et des activités commerciales et appuyé par la mesure de détaxation des intrants agricoles et des équipements industriels.

L'encours total des crédits à l'économie a augmenté de 6,8% sur l'année 2003. A la fin de l'année, l'ensemble des crédits accordés était composé de 72,2% de crédit à court terme et de 21% de crédit à moyen terme, l'encours a atteint 2 993,4 milliards d'ariary. (cf. Annexe n °04)

1.3.2. Les indicateurs de stabilité

Les taux d'intérêt :

Cette mesure de baisse du taux directeur a été suivie par les banques commerciales, en effet que l'allure générale de leur taux débiteur suit la tendance du taux directeur de la Banque Centrale.

En ce qui concerne les taux créditeurs par contre, il y a une légère différence. En effet, les taux appliqués aux dépôts à vue et aux bons de caisse certes connu une légère baisse par rapport à l'année précédente mais les taux des dépôts à terme et d'épargne ont nettement augmenté.

La liquidité bancaire :

Malgré ces mesures de mobilisations de ressources, les banques ont toujours été en situation de surliquidité au cours de l'année 2003. Le fait est que le niveau de réserve au niveau de la Banque Centrale a été excessif par rapport aux réserves requises, compte tenu bien sur de la baisse du taux.

Dans le tableau ci-après, nous avons la situation de réserve des banques au niveau de la Banque Centrale. Nous pouvons observer que les réserves constituées sont nettement supérieures aux réserves requises tout au long des années considérées. La baisse des réserves requises à 565,4 milliards de Fmg, pour l'année 2003, n'est que le reflet de la baisse du taux de réserve, malgré cela, le rapport entre l'excédent de réserve et le niveau de réserve requis pour cette année reste le plus élevé à 62,7%

Tableau 02 : La situation des réserves des banques (en milliards de fmg)

	2001	2002	2003
Réserves requises	956,8	811,0	565,4
Réserves constituées	1213,9	1252,4	920,1
Exc/insuf des réserves	257,1	441,5	354,7
Exc/insuf en pour cent des réserves obligatoires	26,9	54,4	62,7

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2003

Le rendement des titres publics :

Le taux des Bons du Trésor par adjudication est resté relativement élevé depuis que le marché des titres a été réouvert en octobre 2002. Au premier semestre de l'année 2003, le taux était à 13%

Au mois d'Aout, pour encore plus mobiliser l'épargne privée et développer le marché obligataire, le gouvernement a lancé des obligations appelées « Fanambina ». Il y a eut le Fanambina I émis du 08 au 21 Aout, d'une durée de 2 ans avec un taux fixe de 5% et Fanambina II émis du 25 au 26 Septembre, d'une durée de 3 ans à un taux de 6%. Malgré le fait que leur taux soit en dessous de celui des BTA, ils ont permis au cours de l'année de collecter 55,1 milliards de Fmg provenant de 466 souscripteurs.¹²

Le taux de 13% des BTA est largement supérieur au taux des BTA avant la crise de 2002, même qu'il est passé au dessus du taux de bases des banques. La raison de cette hausse est simple, la demande de fonds de l'Etat en fonds prêtables est devenu

¹² Ibid, pp 27-28.

incompressible à cause de l'insuffisance des recettes intérieures. Ainsi, les soumissionnaires ont pu placer leur fonds à des taux élevés.

Le taux d'inflation :

Grâce à la reprise et à la stabilisation de l'économie, le taux d'inflation a nettement baissé en 2003. L'indice des prix à la consommation a ralenti et a diminué de 1,7% contre une augmentation de 16,5% en 2002. Le glissement annuel en fin d'année a été de -0,8%.

C'est surtout au niveau des produits importés qu'une forte diminution a été observée avec une baisse de 8,3% alors que les prix des produits locaux ont relativement stagné (hausse de 0,1%)

En somme, presque tous les objectifs ont été atteints au cours de l'année 2003, l'économie du pays s'est nettement stabilisée suite à la période de crise de 2002. Ce qui nous amène à l'année 2004.

II. 2004, pour une politique monétaire restrictive

2.1. Le contexte macroéconomique

L'année 2003 a été caractérisée, en matière de politique monétaire, par la recherche de relance de l'activité. Des mesures ont été alors prises par les autorités monétaires pour relancer l'économie ainsi que pour réduire le taux d'inflation. Ces mesures ont tous répondu aux objectifs fixés pour cette année 2003.

Les effets de cette politique monétaire expansionniste se sont pourtant prolongés en 2004 et se sont manifestés par une croissance rapide de la demande. Cette soudaine croissance s'est aussi accompagnée par une insuffisance de l'offre au niveau du marché de biens et services ainsi qu'au niveau du marché des devises, et se soldant à la fin par une forte inflation ainsi que par une dépréciation de la monnaie nationale.

Le premier déséquilibre qui s'est fait ressentir au niveau de l'économie était le niveau élevé de la demande, surtout en ce concerne l'énergie, les matériaux de construction ainsi que les services. Les raisons de cette hausse de la demande sont entre autre, l'accélération de l'activité économique suite au mouvement de relance de l'année 2003, les grosses dépenses d'investissement qui ont été financées par les ressources internes. Ce dernier fait a eu pour résultat d'augmenter le déficit public nécessitant plus de création monétaire de la part des autorités monétaires. En outre, suite à la détaxation datant de Septembre 2003 sur les biens de consommation et sur certains biens durables, l'importation de ces produits ont beaucoup augmenté.

Le second déséquilibre se trouve du côté de l'offre. Une nette insuffisance de la production agricole a eu comme conséquence l'augmentation du prix des produits vivriers. Au niveau mondial, les prix de produit d'exportation tel la vanille ont tellement diminué que les recettes d'exportation ont été faibles. Ce qui a engendré la fragilité de la valeur extérieure de la monnaie nationale. La dépréciation de la monnaie associée à la hausse des prix mondiaux du pétrole ont eu aussi comme conséquence la hausse des prix de première nécessité ainsi que ceux des produits importés.

L'association de ces deux déséquilibres a engendré une déstabilisation de la monnaie nationale, déséquilibrant ainsi le marché des devises. Il eut alors une forte augmentation des prix des produits importés ; Associée à la surliquidité des banques et de l'économie qui a engendré une hausse généralisée des prix.

Le premier objectif de la Banque Centrale était d'abord de maîtriser l'inflation, qui depuis le début de l'année était à 18,9%. En ce qui concerne l'évolution de la masse

monétaire, le but était de limiter l'expansion de M3 à 12,6% avec une expansion du crédit à l'économie de 22,2% et une baisse de crédit à l'Etat de -34,7%, ce qui devait refléter la diminution de la dépendance du Trésor vis-à-vis de la Banque Centrale.¹³

Les autorités monétaires devaient alors mettre en œuvre une politique monétaire restrictive en 2004.

2.2. La mise en œuvre de la politique monétaire

La politique monétaire restrictive entreprise par la Banque Centrale visait la stabilité interne et externe de la monnaie par une maîtrise de la demande de l'économie. Cette maîtrise ne sera complète que si la Banque Centrale n'arrivait à renchérir la monnaie nationale afin de modérer l'offre de monnaie par le système bancaire et que si elle ne ramène le niveau de liquidité des banques à un niveau acceptable.

La Banque Centrale a alors eu recours aux instruments tels que :

2.2.1. Les instruments classiques

Pour ce qui était du taux directeur de la Banque Centrale, il s'agissait d'augmenter le niveau de ce taux de 7 à 16% tout au long de l'année. Concomitamment, les taux débiteurs des banques ont suivis cette tendance à la hausse, évoluant dans une fourchette de 14,2 à 18% jusqu'en fin décembre 2004.(cf. Annexe n°08)

Le taux de réserve obligatoire a été aussi augmenté comme suit, le taux de réserves sur les dépôts à vue et assimilés a été augmenté à 15%. Ensuite, ce taux a été étendu à tous les types de dépôts.

Il s'agissait surtout ici d'appuyer l'efficacité de la baisse du taux directeur, par la diminution des liquidités des banques et par la limitation de l'octroi de crédit.

Outre ces instruments, la Banque Centrale a aussi initié d'autres mesures pour assurer la réussite de la politique monétaire.

2.2.2. Les autres mesures

En premier, il y a eu le renforcement des normes prudentielles, telles que la diminution du plafond de change des banques pour réduire les risques de spéculation, le

¹³Rapport économique et financier, MEFB, année 2004.

plafonnement de crédit octroyé à certain type de clients et la pénalisation des crédits en devises et des découverts, qui ont déstabilisé le marché de devises.

Ensuite, il y a eu la nouvelle réglementation des comptes en devises qui interdisait le virement entre comptes locaux en devise, sauf entre non résidents pour éviter toute forme de rétention de devise et de spéculation sur le marché de devises.

Enfin, la mise en place d'un marché de change en continu. Le système de cotation en continu a été instauré sur le marché de devises pour mieux fluidifier le marché ainsi que pour éviter l'intervention de la Banque Centrale. Ce système a aussi permis de modérer les fluctuations des taux en fin de séances.

2.3. Les impacts de la politique monétaire

Les impacts de la politique monétaire a surtout été ressentis sur le plan financier car vers la fin du premier semestre de l'année, les retombées ont commencé à se faire ressentir, entre autre la stabilisation du cours du fmg sur le marché de devises, la nette diminution des surliquidités du secteur bancaire, le ralentissement de la masse monétaire ainsi que la hausse du taux d'intérêt.

2.3.1. La masse monétaire M3¹⁴

L'offre de monnaie du système bancaire a enregistré une croissance totale de 23,1%. Jusqu'au second trimestre de l'année 2004, M3 a connu une accélération telle que son expansion atteignit les 28,8%. Mais avec la politique monétaire restrictive, un ralentissement jusqu'au mois de novembre à un glissement de 15,4 %, a été perçu mais avec un petit rebond à la fin de l'année.

a. Les composantes de la masse monétaire

Les disponibilités monétaires :

66,3%, c'est la part de M1 dans la masse monétaire, la part des disponibilités monétaires a un peu diminué par rapport à 2003. Mais toujours comme en 2003, c'est la quasi-monnaie qui détient la première place grâce aux dépôts en devises. En ce qui

¹⁴ Rapport annuel de la BCM, année 2004, p27-28.

concerne la circulation fiduciaire, sa part a augmenté à 27,9% en octobre alors que les dépôts à vue ont perdu 2 points sur cette période.

Pour ce qui est de la variation annuelle, la croissance totale de M1 a été de 18,2% à la fin de l'année. Cela est dû à l'accélération des dépôts à vue qui a connu une croissance assez impressionnante. De 3,4% à fin 2003 à 22,3% à fin 2004.

La quasi-monnaie :

En décembre 2004, la part de la quasi monnaie dans M3 a été 33,4% contre 31% en décembre 2003. Ces deux pourcentages semblent ne pas trop s'éloigner l'une de l'autre mais il y a lieu de souligner qu'à la mi-2004, c'est-à-dire en juin, la part de la quasi monnaie a atteint les 35,9%.

Cette évolution est essentiellement due aux dépôts en devises qui ont atteint les 18,1% des M3 en Juin avant de retomber à 16,6% à la fin de l'année. Mais il faut noter que c'est la dépréciation du Fmg qui a boosté la part des dépôts en devise alors que le stock de ce dernier a presque stagné.

Tableau 03 : Structure et variation annuelle de la quasi-monnaie

	Structure (en % de M3)					Variation annuelle en %				
	2003	2004				2003	2004			
	Déc.	Mars	Juin	Sept	Déc.	Déc.	Mars	Juin	Sept	Déc.
Dépôts à terme	2,9	2,5	2,9	2,9	2,5	-31,5	-31,7	-10,5	-7,4	-6,6
Dépôts d'épargne - banques	8,7	9,3	8,8	9,1	8,8	73,3	91,8	84,8	50,4	25,7
Caisse d'épargne de Madagascar	4,6	4,5	4,4	4,5	4,4	42,5	21,2	17,9	19,1	18,8
Obligations	2,1	1,8	1,7	1,3	1,3	-0,1	-11,0	-2,5	-23,5	-20,0
Sous-total : dépôts en fmg	18,2	18,1	17,8	17,7	17,0	25,6	27,1	31,8	21,4	15,7
Dépôts en devises des résidents	12,8	17	18,1	18,1	16,6	24,8	37,8	50,2	44,1	34,3
Quasi-monnaie	3,1	35,1	35,9	35,9	33,6	23,7	51,5	74,3	76,3	60,7
Masse monétaire M3	100	100	100	100	100	8,2	15,1	25,3	20,2	23,8

Source: Rapport annuel, Banque Centrale, année 2004

b. Les contreparties de la masse monétaire

L'expansion de la masse monétaire en 2004 a été surtout due à la position extérieure nette et des crédits accordés par les banques.

La position extérieure nette :

La position extérieure nette a connu deux tendances différentes au cours de l'année, en effet, eu premier semestre, il y eut une baisse mais au second, la position extérieure nette a augmenté. Cette évolution est due au déblocage d'aides extérieures qui a permis de ramener le niveau de la PEN à la normale.

Les créances sur l'Etat :

L'année 2004 a été caractérisée par une baisse conséquente du recours au financement auprès de la Banque Centrale et des banques de la part du Trésor public. Globalement, après quelques rebondissements en fin d'année, les créances nettes sur l'Etat ont baissé de 373,4% par rapport à 2003.

Tableau 04 : Les créances nettes de la Banque Centrale sur l'Etat

	2003	2004					
	Déc.	Mars	Juin	Sept	Oct.	Nov.	Déc.
Créances	2372,3	2244,8	2358,2	1806,0	1804,8	1811,6	1897,6
Engagements	674,9	932,7	905,0	800,1	713,5	635,6	573,6
Créances nettes sur l'Etat de la BCM	1697,4	1312,1	1453,2	1006,0	1091,4	1176,0	1324,0

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2004

Le tableau montre l'évolution des créances sur l'Etat ainsi que les engagements de cette dernière au niveau de la Banque Centrale, ces deux éléments nous permettent de dégager en fin de ligne la créance nette sur l'Etat de la Banque Centrale, nous pouvons ainsi voir que les créances nettes ont baissé relativement exception fait d'une remontée en fin d'année. Par rapport à l'année 2003, les créances nettes ont connu une baisse de 22%

Le crédit à l'économie :

C'est au cours du second semestre que les mesures restrictives des autorités monétaires ont commencé à prendre effet sur les crédits à l'économie. Jusqu'en fin Juin, l'encours des crédits a été de 3 523,8 milliards alors qu'en Avril, cet encours était de

3 242,3 milliards. Le second semestre se caractérise par une augmentation modérée des crédits. Ainsi, par rapport à l'année d'avant, les crédits ont augmenté de 36,1% (cf. Annexe n °05)

2.3.2. Les indicateurs de stabilité

a. Le rendement des titres publics

Les mesures prises par la Banque Centrale ont eu des impacts certains sur le rendement des BTA. En effet, suite à la hausse du taux directeur et la hausse des taux de réserves obligatoires, les banques qui étaient en surliquidité devaient maintenant faire face à un problème de raréfaction des ressources. Les banques n'ont alors renouvelé qu'en partie leur BTA échus, pour encore assurer des crédits qui ont augmenté de 36,1%

Mais avec la demande incompressible de l'Etat en fonds prêtables et ce bas niveau de liquidité bancaire, pour attirer plus de ressources, le taux des BTA a été augmenté, à un niveau maximum de 18% au mois de mai et en moyenne, au cours de l'année, le taux des BTA étaient à 17,3% alors qu'en 2003, il était à moins 6,5 points. (cf. Annexe n °03)

b. Le taux inflation et autre

Les mesures établies au cours de l'année ont eu comme principal objectif l'inflation, les autres buts comme la surliquidité bancaire et l'expansion monétaire devaient servir de passerelles pour atteindre l'objectif final. L'objectif a-t-il été atteint ?

Comme dit auparavant, les banques qui ont été à cours de liquidité après les mesures restrictives prises ont détourné les fonds qu'elles ont investis en BTA en crédits à ses clients. Les crédits bancaires ont donc connu, en fin d'année une augmentation de 36,1%.

Ce fait a eu comme conséquence de modifier l'impact qu'aurait dû avoir la politique monétaire sur l'inflation, car cette dernière, au lieu de ralentir progressivement, s'est accélérée pour atteindre 27,5% en fin d'année.

En ce qui concerne le secteur réel de l'économie, la croissance économique, qui était escompté à 6% n'a été que de 5,3%, ce taux est dû entre autre aux faibles résultats

du secteur agricole malgré la performance du secteur industriel et celle du secteur des services.¹⁵

Pour ce qui était de l'équilibre sur le marché des devises, la déstabilisation de la monnaie nationale due à une forte demande d'importation a été résorbée grâce à la politique de resserrement que la Banque Centrale a mise en œuvre.

La poussée inflationniste de cette fin d'année 2004 ne peut qu'avoir un impact certain sur l'année 2005, ce qui nous conduit à analyser la politique monétaire menée au cours de cette dernière.

¹⁵ Rapport économique et financier, MEFB, année 2004.

III. La politique monétaire prudente de 2005

3.1. Contexte macroéconomique

L'année 2005 s'est caractérisée par des tensions inflationnistes persistantes observables depuis la fin de l'année 2004. Ces tensions inflationnistes sont les conséquences directes des pressions à la hausse des prix du côté de l'offre qui sont généralement engendrées par des chocs exogènes. En premier lieu, il y eut la tendance à la hausse du prix du pétrole au niveau international qui pénalise gravement les pays importateurs, par suite, cette hausse du prix du pétrole affecte les prix des produits sur le marché. Il en est ainsi du prix du riz et de certains produits de premières nécessités. Le glissement annuel des prix a été, au mois de février 2005, de plus de 30% (cf Annexe n°02)

La situation de surliquidité bancaire n'ayant pas encore été totalement résorbée s'ajoute à la liste des maux de l'année 2005. Cette situation a même tendance à s'aggraver au cours des neuf premiers mois de l'année.

Du côté du secteur réel, un ralentissement de la croissance de la production au niveau de l'économie a été observé.

Enfin, la demande intérieure s'est retrouvée relativement gonflée suite aux grands projets d'investissement débutés depuis l'année 2003. En ce qui concerne la demande d'importation, elle a suivi la tendance de la demande intérieure, c'est-à-dire qu'elle s'est aussi beaucoup accrue, la cause principale étant la décision de retaxation prise au cours du mois de septembre 2005.

C'est dans ce cadre que s'est dessinée la conduite d'une politique prudente menée par la Banque Centrale pour l'année 2005.

3.2. La conduite de la politique monétaire

3.2.1. Objectif

Cette politique monétaire a donc eu comme objectif premier de lutter contre l'inflation, ceci en limitant au maximum les pressions à la hausse des prix du côté de l'offre mais en essayant de ne pas pénaliser les activités du secteur privé. Cette politique de lutte contre l'inflation s'est articulée autour d'une politique de maîtrise de la demande au niveau de l'économie, qui limitera la transmission des chocs exogènes au niveau des prix intérieurs ainsi que sur le taux de change de la monnaie nationale.

Cette maîtrise de la demande devait alors passer par une maîtrise efficace de la création monétaire au niveau de l'économie ainsi que d'une bonne gestion des liquidités bancaires mais tout en s'assurant que l'économie dispose de liquidités suffisantes pour assurer son maintien. L'expansion de la masse monétaire devait alors principalement provenir des crédits au secteur privé alors que l'Etat devait de refinancer grâce aux épargnes du secteur non bancaire.

3.2.2. Les instruments

a. Les instruments classiques

Dans un contexte de surliquidité bancaire et surtout en vue de renforcer l'efficacité de la croissance économique, la Banque Centrale a décidé de maintenir le taux directeur à un niveau de 16% et celui des réserves obligatoires à 15%, il a été aussi décidé que l'encaisse des banques allait être exclue des éléments constitutifs des réserves obligatoires à partir du mois d'avril de l'année 2005. (cf. Annexe n°01)

La maîtrise de la liquidité bancaire a nécessité à la Banque Centrale des mesures supplémentaires en appui aux instruments classiques, c'est dans cet optique que les interventions sur le marché ont été renforcées

b. Les instruments structurels

En appui aux instruments classiques et pour assurer l'équilibre du marché monétaire, la Banque Centrale a accentué son intervention sur ce marché sous forme de refinancement ou de reprise de liquidité.

La Banque Centrale a aussi décidé d'étendre l'accès à la souscription des bons du Trésor à la ville de Toamasina ainsi que de diminuer le seuil minimum de souscription à 20 millions d'ariary contre 40 millions d'ariary auparavant. Ces actions ont comme soucis :

- d'offrir alors l'opportunité aux agents non bancaires d'arbitrer entre une souscription aux bons du Trésor et un placement au niveau du secteur bancaire qui sera obligé de relever son taux d'intérêt créditeur.

- De diminuer le financement du déficit de l'Etat par le secteur bancaire, ce dernier se tournant alors à son activité première de financement du secteur privé.

3.3. Les impacts de la politique monétaire

Les impacts de la politique monétaire peuvent être observés au niveau de l'expansion de la masse monétaire ainsi que sur la base des évolutions des principaux indicateurs de stabilité.

3.3.1. La masse monétaire, M3

En accord avec la politique de resserrement monétaire, la croissance de la masse monétaire a nettement diminué. En effet, cette croissance de M3 n'a été que de 3,1% contre 23,8% en 2004. Cette décélération est due en premier à la diminution de l'engagement de l'Etat vis-à-vis du système bancaire, cette dernière ne renouvelant qu'une partie des bons du Trésor échus en sa possession suite aux mesures restrictives de la Banque Centrale.

Ainsi, l'expansion de la masse monétaire M3 s'explique par une augmentation des crédits à l'économie ainsi que de l'amélioration de la position extérieure nette.

a. Les composantes de la masse monétaire

La décélération de la croissance de la masse monétaire s'observe parfaitement au niveau de ses composantes. En effet, la part de disponibilités monétaires a diminué à 65,1% en 2005 contre 66,3% en 2004, cette régression de la disponibilité monétaire s'est fait au profit des dépôts à terme qui, en 2004 était à 15,7% pour passer à 18,2% en 2005

Les disponibilités monétaires :

En termes de variation annuelle, les disponibilités monétaires ont chuté à 1,1% en 2004 alors qu'en 2005, sa variation annuelle a été de 18,2%. La circulation fiduciaire, qui était à 13% n'a varié que de 1,3% et les dépôts à vue de 22,3% en 2004 sont passés à 0,9% en 2005.

En termes de structure, la part de la circulation fiduciaire dans M3 n'a pas changé et restée à 65,2%, les dépôts à vue, quant à eux représentent 37,6% de M3

Tableau 05 : Structure et évolution des disponibilités monétaires.

	Structure(en % par rapport à M3)					Variation annuelle (en %)				
	2004	2005				2004	2005			
	Déc.	Mars	Juin	Sept	Déc.	Déc.	Mars	Juin	Sept	Déc.
Dispo mon. M1	66,3	63,4	63,9	66,6	65,2	18,2	13,6	7,0	11,5	1,1
Circulation fiduciaire	27,6	25,9	27,1	26,8	27,6	13,0	16,0	5,8	4,2	1,3
Dépôts à vue	38,7	37,5	36,7	39,8	37,6	22,3	12,1	8,0	17,0	0,9
Masse monétaire M3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	23,1	16,3	7,4	7,4	3,1

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2005

La quasi-monnaie et les dépôts en devise :

La quasi-monnaie, au cours de l'année 2005, a augmenté de 19,8%. Cette augmentation se reflète au niveau de tous les dépôts à terme, alors que la croissance des dépôts d'épargne a nettement régressé car de 25,7% en 2004, ils ne se sont accrus que de 6,8%¹⁶

b. Les contreparties de la masse monétaire

Comme dit auparavant, ce sont surtout les crédits à l'économie qui sont la source de l'expansion de la masse monétaire alors que les créances nettes sur l'Etat ont légèrement baissé.

La position extérieure nette :

En comparaison à l'année 2004, la position extérieure nette du système bancaire a légèrement baissé du fait d'une diminution des avoirs du côté de la Banque Centrale mais contre une augmentation au niveau des banques commerciales.

Les créances nettes sur l'Etat :

Avec la politique de resserrement des autorités monétaires, les banques commerciales n'ont plus renouvelés qu'une partie de leurs Bons du Trésor échus. Ce qui a engendré une baisse des créances nettes sur l'Etat des banques commerciales.

¹⁶ Rapport annuel de la BCM, année 2005, pp 30-31.

Tableau 06 : Evolution des créances et des engagements de l'Etat vis-à-vis des banques commerciales (en milliards d'ariary)

	2004	2005			
	Déc.	Mars	Juin	Sept	Déc.
Créances des banques sur le Trésor	271,1	270,9	205,4	188,1	192,8
Engagements des banques	130,1	168,9	164,9	177,1	224,0
Créances nettes des banques sur le Trésor	141,0	102,0	40,5	11,0	-31,1

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2005

Le Trésor a alors eu recours au financement de la Banque Centrale à hauteur de 397 milliards d'ariary au cours de l'année et aux aides budgétaires pour compenser le retrait des banques commerciales. Les créances nettes sur l'Etat de la Banque Centrale s'élevaient alors à 325,3 milliards d'ariary en décembre 2005.

Tableau 07 : Evolution des créances et des engagements de la Banque Centrale sur l'Etat (en milliards d'ariary)

	2004	2005			
	Déc.	Mars	Juin	Sept	Déc.
Créances de la BCM	379,5	367,9	418,1	348,1	397,0
Engagements de la BCM	114,7	109,4	112,3	92,2	71,7
Créances nettes sur l'Etat de la BCM	264,8	258,5	305,7	255,9	325,3

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2005

Les crédits à l'économie :

C'est à partir du mois de septembre 2005 que les crédits à l'économie ont commencé à augmenter significativement de 14,8% pour atteindre les 23,8% en décembre. Relativement en décembre 2004 où l'encours des crédits à l'économie était de 818,7 milliards d'ariary, en 2005 il a été de 1 013,3 milliards d'ariary.

(cf. Annexe n °06)

Les autres postes nets :

Ils ont relativement augmenté au niveau des banques commerciales, alors qu'il y eut une diminution au niveau de la Banque Centrale. Mais en somme, ils ont contribué à la réduction de la masse monétaire.

3.3.2. Les indicateurs de stabilité

a. La liquidité bancaire

Suite aux mesures classiques entreprises par la Banque Centrale, l'excédent de réserves des banques ont nettement diminué jusqu'à devenir négatif au mois d'avril 2005. Mais c'est surtout grâce aux interventions sur le marché monétaire effectuées par la Banque Centrale qui a permis de maîtriser la surliquidité des banques.

b. Les taux d'intérêt

Le taux directeur de la Banque Centrale, étant maintenu à son niveau de 16%, il s'ensuit une évolution des différents taux d'intérêt tels que :

- Les taux de prêts ont été orientés à la baisse ; en effet, le taux maximum des crédits à moyen terme qui était de 16,3% est passé à 20,5% ; celui des crédits à long terme qui était de 15,7% est passé à 16,8% (cf. Annexe n°08)
- Les taux créditeurs ont aussi augmenté car le taux des dépôts à terme qui était de 12,9% est passé à 13,9% (cf. Annexe n°08)
- Le taux de rendement des titres publics a augmenté jusqu'à 20% jusqu'en juillet pour se maintenir à 18,8% en décembre. (cf. Annexe n°03)

Ce niveau élevé des taux de rendements des titres publics peut-être expliqué par la demande accrue du Trésor en fonds prêtables suite au retrait des banques qui n'a pas été suffisamment compensé par l'épargne du secteur non bancaire.

L'objectif a-t-il été atteint ?

Avec la politique monétaire prudente menée par la Banque Centrale tout au long de l'année, un ralentissement global de l'inflation a été perçu. En effet, le glissement annuel du taux d'inflation a été ramené à 11,4% contre 27,5% en 2004. A l'exemple du prix du riz qui s'est maintenu à un niveau correct. (cf Annexe n°02)

En ce qui concerne l'objectif externe de non-volatilité du taux de change, sur l'ensemble de l'année 2005, la dépréciation de la monnaie nationale n'a été que de 1% face à l'Euro et de 15,5% face au dollar.

Pour ce qui est du secteur réel, le taux de croissance de la production a été de 4,6% contre un taux de 5,3% en 2004.¹⁷

La politique monétaire a donc atteint ses objectifs vis-à-vis du secteur monétaire mais avec une légère baisse du taux de croissance.

L'économie du pays s'est remis de la crise de 2002, la politique monétaire adoptée pendant l'année 2003 a été assez efficace pour relancer l'activité mais elle a aussi engendré des situations inflationnistes au cours des années suivantes. C'est au cours de l'année 2005 que le taux d'inflation a commencé à fléchir, mais l'économie se trouve face à nouveau problème, la surliquidité. C'est sur cette base que sera conduite la politique monétaire de 2006, objet de la section suivante.

¹⁷ Rapport économique et financier, MEFB, année 2005.

Chapitre II: L'analyse de la politique monétaire pendant l'année 2006 à 2008

I. 2006, une politique de régulation de la liquidité intérieure

1.1. Contexte macroéconomique

Le contexte économique de l'année 2006 a été assez différent de l'environnement économique des années précédentes. En effet, le niveau de la demande a été assez modéré avec une persistance des tensions inflationnistes au cours du premier semestre. La demande est en fait restée relativement faible au cours des six premiers mois de l'année que son écart avec la production s'est vu petit à petit se réduire. Il y a eu un ralentissement de l'inflation au cours des six derniers mois de l'année.

L'année 2006 a surtout été caractérisée par d'important afflux de devises provenant essentiellement d'investissements directs étrangers, de l'amélioration de la balance commerciale et de service du pays ainsi que de décaissements d'aides extérieurs. Ces rentrées de devises ont nettement amélioré la situation des paiements extérieurs et apprécié le taux de change de la monnaie nationale. Malgré cela, cet afflux représente un certain risque pour l'économie car il pourrait engendrer une situation de surliquidité, ce qui a donc appelé les autorités monétaires à adopter des mesures de stérilisation stricts.

La politique monétaire consistait d'abord à renforcer la stabilité macroéconomique, elle a alors été orientée vers une politique de maîtrise de l'inflation à travers le contrôle de l'expansion monétaire tout en veillant à ne pas pénaliser le financement du secteur privé. Les autorités monétaires ont aussi pris des mesures de stérilisation des devises pour un contrôle de la liquidité bancaire, notamment la vente des titres sur le marché d'open-market.

1.2. La mise en œuvre de la politique monétaire

1.2.1. Les instruments classiques

Pour faire face au niveau d'inflation observé au premier semestre, la Banque Centrale a décidé de maintenir le niveau du taux directeur à 16% durant cette période.

Suite à cela et du fait de la stabilité du taux de change, de la baisse du prix du riz qui a compensé les effets de la hausse du prix des autres produits ainsi que de la

modération de la demande durant le premier semestre, il y eut un ralentissement de l'inflation.

La Banque Centrale a alors décidé de changer de fusil d'épaule et de réduire son taux directeur à 12%. S'attendant alors avec cette baisse de taux que le taux de rendement des BTA suive la tendance, ce qui permettrait de réduire les dettes intérieures du Trésor.(cf Annexe n°01)

Au niveau du taux de réserve obligatoire, il a été décidé qu'il serait maintenu à 15% pour l'ensemble des dépôts. La raison est qu'en cas de diminution de ce taux, le risque d'augmentation de la liquidité des banques deviendrait plus accru, ces dernières étant déjà en situation hors-banques.

1.2.2. Les interventions sur le marché monétaire

En appui aux instruments classiques, la Banque Centrale a décidé de faire des interventions sur le marché monétaire pour réguler rigoureusement la liquidité bancaire. Ces interventions ont surtout porté sur la stérilisation des liquidités injectées lors des cessions de devises par les banques. Dans le cadre de cette stérilisation, des opérations d'open-market ont été entreprises pour éviter que l'expansion de la masse monétaire soit trop élevée si les instruments classiques n'arrivaient pas la cautionner. L'instrument développé par la Banque Centrale consistait donc à titriser la dette consolidée du Trésor public et les vendre sur ce marché.

Pour aussi permettre au Trésor public d'optimiser ses actions au niveau du marché des titres, il a été décidé que le Trésor public n'était plus tenu d'accepter toutes les offres qui les étaient soumises si le taux ne lui était pas avantageux.

1.3. Les impacts de la politique monétaire

Dans le cadre de l'expansion de la masse monétaire et compte tenu des mesures prises à cet égard, l'évolution de cette masse monétaire, ses composantes ainsi que ses contreparties se manifestent comme suit :

1.3.1. La masse monétaire M3¹⁸

La masse monétaire M3 a enregistré au cours de l'année une croissance annuelle de 25,9% contre 3,1% au cours de l'année 2005 et de 23,4% au cours de l'année 2004. Sans considérer l'Initiative d'Allègement de la Dette Multilatérale vis-à-vis de FMI, suite à l'atteinte du point d'achèvement, l'avoir intérieur net c'est-à-dire les créances sur l'Etat et sur l'économie représenterait 14,2% de la croissance de la masse monétaire.

a. Les composantes de la masse monétaire

Au niveau des composantes de la masse monétaire, c'est surtout la quasi-monnaie et les dépôts en devises qui ont le plus augmenté à un pourcentage respectif de 28,1% et 32,7%

En 2006, M1 s'évaluait à 1 758,3 milliards d'ariary contre 1 417,5 milliards en 2005 et M2 à 982,5 milliards d'ariary contre 759,8% en 2005

Tableau 08 : Les composantes de la masse monétaire

	2004	2005	2006
Masse monétaire M3	2 111,3	2 177,3	2 740,8
Disponibilités monétaires M1	1 402,6	1 417,5	1 758,3
Dépôts à vue	811,2	818,3	1 043,2
Circulation fiduciaire hors-banque	591,4	599,1	715,0
Dépôts à terme	52,2	83,9	140,5
Dépôts d'épargne	278,6	312,3	367,1
Dépôts en devises	349,6	334,5	443,8
Obligations	28,4	29,1	31,1

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2006

Les disponibilités monétaires :

En terme de variation annuelle, les disponibilités monétaires ont connu une variation de 24%, qui est due en grande partie à la faible évolution de la circulation fiduciaire de 19,3% et à celle des dépôts à vue de 27,5%

¹⁸Rapport annuel de la BCM, année 2006, p 28.

En termes de structure par rapport à M3, ce sont les dépôts à vue qui ont un peu augmenté à hauteur de 38,1% en 2006 contre 37,6% à fin 2005

Tableau 09 : Structure et évolution des disponibilités monétaires

	Structure (en pourcentage de M3)			Variation annuelle en %		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Dispo monétaires M1	66,4	65,1	64,2	19,1	1,1	24,0
Circulation	28,0	27,5	26,1	15,1	1,3	19,3
fiduciaire	38,4	37,6	38,1	22,3	0,9	27,5
Dépôts à vue	100	100	100	23,8	3,1	25,9
Masse monétaire M1						

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2006

La quasi- monnaie :

Le taux de croissance de la quasi-monnaie a été de 28,1%¹⁹ au cours de l'année 2006. Cette croissance de la quasi-monnaie est due à l'expansion des dépôts à terme qui ont fait l'objet d'une forte promotion auprès du public par les banques commerciales à travers un relèvement des taux. Les dépôts d'épargne au niveau des banques ont aussi augmenté par rapport à ceux des caisses d'épargne. En termes de structure, la part de la quasi-monnaie dans M3 n'a pas trop changé.

b. Les contreparties de la masse monétaire²⁰

Suite à l'allègement de la dette, la position extérieure nette de la Banque Centrale a beaucoup augmenté, les ressources tirées de cette opportunité ont été transférées au Trésor qui a eu comme répercussion de diminuer considérablement les créances nettes sur l'Etat. Une diminution des crédits à l'économie a été enregistrée.

La position extérieure nette :

L'accumulation considérable de devises au niveau du système bancaire est la raison essentielle de l'amélioration de la position extérieure nette. En effet, elle a

¹⁹ Ibid, p 30.

²⁰ Ibid, pp 30-35

progressé de 650,5 milliards d'ariary dont les 80,56% sont tributaires à la Banque Centrale, le reste venant des banques.

Les créances sur l'Etat :

Le Trésor public s'est désengagé à hauteur de 351,7 milliards d'ariary vis-à-vis du système bancaire, les autres engagements du Trésor vis-à-vis des déposants au niveau des caisses d'épargne et des Centres de Chèques Postaux s'élèvent à hauteur de 33,8 milliards d'ariary.

Les crédits à l'économie :

Au niveau des crédits à l'économie, un prolongement de la tendance du glissement annuel des crédits a été perçu. En effet, en 2004, la variation annuelle des crédits à l'économie a été de 36,7%, en 2005 à 23,8% et à la fin de l'année 2006, donc une variation annuelle de 18%

Les autres postes nets :

Les autres postes nets ont connu une expansion de 48,2 milliards d'ariary contre une contraction à hauteur de 66,5 milliards un an auparavant.

1.3.2. Les indicateurs de stabilité

a. La liquidité bancaire

L'excédent de réserve dû à la surliquidité des banques dépassaient de 6,2% le taux de réserve imposé au niveau de la Banque Centrale. Pendant le mois de Mars, malgré la demande de fonds exprimé par le Trésor public sur le marché des BTA, l'excédent a atteint 20%

C'est pour éponger toute cette liquidité que la Banque Centrale a dû intervenir au niveau du marché monétaire par des appels d'offre négatifs. L'intervention a porté ses fruits car en mai, le système bancaire s'est retrouvé en situation d'insuffisance de liquidité, une situation qui les a obligés d'avoir recours à la Banque Centrale pour leur refinancement.

Suite à cela, il y eut un gonflement de la liquidité bancaire dû à l'utilisation des aides budgétaires par l'Etat, et qui a diminué par là même leurs besoins exprimés sur le marché monétaire.

Tableau 10 : Excédent de réserves constituées en fin de trimestre par rapport aux réserves obligatoires (milliards d'ariary)

	2004	2005				2006			
	Déc.	Mars	Juin	Sept	Déc.	Mars	Juin	Sept	Déc.
Réserves requises	233,7	247,9	243,3	243,1	258,8	271,3	281,3	298,1	307,1
Réserves constituées	254,6	256,0	247,5	253,9	289,5	277,9	289,7	306,2	324,4
Exc/insuf des réserves	20,9	8,1	4,2	10,8	30,7	6,6	8,4	8,1	17,3
Exc/insuf en % des RO	9,0	3,3	1,7	4,4	11,9	2,4	3,0	2,7	5,6

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2006

b. Le rendement des titres publics

Le taux des BTA a régulièrement fluctué au cours de l'année 2006 et ceci due aux divers facteurs dont la répercussion du taux directeur sur ce taux. Jusqu'au mois d'août, ce taux a augmenté jusqu'à atteindre 27%. A la fin de ce mois, la situation s'est inversée, avec la baisse du taux directeur et le décaissement d'aide budgétaire, les demandes du Trésor se sont modérées et le taux moyen s'est réduit à 19,6% à la fin de l'année. (cf. Annexe n°03)

c. Le taux d'inflation et autre

A partir du mois de Juillet, l'inflation s'est repliée jusqu'à atteindre les 10,8%. (cf Annexe n°02)

Quant aux autres indicateurs, l'économie a connu un taux de croissance de 5%, le secteur tertiaire étant celui qui a contribué le plus à ce taux.²¹

En conclusion, les résultats en matière de stabilisation ont été assez positifs pour l'année 2006.

²¹ Rapport économique et financier, MEFB, année 2005, p 2.

La situation de surliquidité plane encore sur l'économie, associée cette fois à un afflux de capitaux étrangers, voyons ce que 2007 nous réserve en matière de politique économique.

II. La politique monétaire prudente de 2007

2.1. Contexte macroéconomique

Ce qui a caractérisé l'environnement économique de l'année 2007 a été l'afflux important de capitaux étrangers, ce qui aura pour première conséquence l'appréciation de l'Ariary. Le second risque était la surliquidité de l'économie qui pourrait augmenter le taux d'inflation. En effet, le taux d'inflation a atteint un niveau de 14% en début d'année alors que fin 2006, ce taux était de 10,8%

La Banque Centrale devait donc, conformément à sa mission, veiller à la stabilité interne de la monnaie, c'est-à-dire ramener le taux d'inflation à un niveau inférieur et veiller à la stabilité externe, c'est-à-dire éviter une volatilité trop importante du taux de change.

Il s'agit alors ici de préserver la stabilité macroéconomique du pays ainsi que la compétitivité de l'économie. Pour cela, les choix des stratégies se sont portés sur la gestion rigoureuse des liquidités bancaires, la stérilisation des cessions de devises sur le marché des devises ainsi que la limitation de création monétaire.

Outre ces objectifs, la Banque Centrale se devait aussi de renforcer sa situation financière et de développer de nouveaux instruments dans la conduite de sa politique monétaire. En effet, l'opération de stérilisation engendrait à la Banque beaucoup de coûts qu'elle devait renforcer sa situation financière. Il fallait aussi à la Banque Centrale de se munir d'autres instruments à part les instruments classiques comme le taux de réserve par exemple. C'est ainsi qu'elle a développée l'opération d'Open-market pour pallier aux limites dont la politique monétaire menée auparavant faisait l'objet.

La croissance économique observée dans le pays faisait aussi appel à un renforcement du système financier. Une stratégie de développement du secteur financier a été alors mise en œuvre par la Banque Centrale avec des partenaires financiers comme la banque mondiale. Il s'agissait alors de réaliser les objectifs tels que la modernisation du système financier, la mise en place d'institutions de micro finance, la mise en place d'un réseau d'information sur les entreprises au niveau de la Banque Centrale, la

décentralisation de l'émission des BTA aux autres agences et succursales de la Banque Centrale et enfin la mise en place d'un marché financier à Madagascar.

2.2. La mise en œuvre de la politique monétaire

La mise en œuvre de la politique monétaire passait par les instruments classiques et les nouveaux instruments développés par la Banque Centrale.

2.2.1. Les instruments classiques

En début d'année, le taux d'inflation était à 14%, associée à la pénurie de riz et à la montée du prix du pétrole. Tout cela a fait décider à la Banque Centrale de maintenir son taux directeur à 12% et le taux de réserve à 15% pour tous les dépôts. Preuve manifeste de la conduite de la politique monétaire prudente.

Une stabilité macroéconomique recouvrée en cours d'année fera que la Banque Centrale va relâcher un peu du lest sur la politique monétaire, qui se manifestera par des interventions sur le marché monétaire et le marché des devises.

2.2.2. L'open-market

La Banque Centrale a développé l'action d'open-market car les instruments habituellement utilisés se sont vus submerger par les opérations de stérilisation et la Banque ne pouvait plus se permettre de supporter tous les coûts engendrés par ces opérations.

L'opération d'open-market consistait en fait à vendre ou à acheter des titres sur le marché monétaire, ces titres étaient en général des titres négociables adossés à la dette consolidée de l'Etat. Cette opération permet alors à la Banque Centrale d'effectuer des ponctions durables des excédents de liquidités des banques. Elle a réussi dans un premier temps à faire une ponction de 227,3 milliards d'ariary qui représentait la valeur des titres négociables, à maturité relative de 6 à 12 mois.²²

2.2.3. Les interventions sur le marché monétaire

L'intervention sur le marché monétaire de la Banque Centrale se résume aux opérations d'open-market ainsi qu'aux opérations d'appel d'offre.

²² Source : rapport annuel de la BCM, année 2007, p 29.

Dans le contexte de 2007, la Banque Centrale a effectué jusqu'au 18 mai, des appels d'offre négatifs dans le but d'une ponction nette de la liquidité bancaire. Il s'agissait alors dans un premier temps de lancer l'opération hauteur de 715,8 milliards d'ariary. Ensuite, ces opérations appels d'offre se sont vus remplacer par des opérations de vente de titre dès ce mois de mai même. Ces opérations de ventes ont atteint 304,2 milliards jusqu'à la fin de l'année. Le recours à cet opération à permis de diminuer le niveau de liquidité bancaire à tel point que la Banque Centrale était obligée, pendant le mois d'Octobre de racheter des titres à hauteur de 29,8 milliards d'ariary.

C'est au cours de la période de reconstitution de réserves que l'impact de la ponction de la liquidité bancaire s'est fait ressentir. En effet, la Banque Centrale s'est vue obligée de recourir à des injections de liquidités sous forme de pensions et sous forme d'appel d'offre positif, respectivement de 532,1 et de 41 milliards d'ariary.

Tableau 11 : Les interventions de la BCM sur le marché monétaire en 2007

Rubrique	Janv.	Fév.	Mar	Avr	Mai	Juin	Juill	Aout	Sept	Oct.	Nov.	Déc.	Total
AON	40	103,4	200,3	232,1	140,0	-	-	-	-	-	-	-	715,8
Vente de titres	-	-	-	-	73,7	80,8	33	32,5	215	15,9	38,0	15,9	304,1
Rachat titres	-	-	-	-	-	-	-	-	-	29,8	-	-	29,8
Pension	104,4	300	0,0	40,0	4,0	1,2	75,0	54,0	63,5	153,0	0,0	7,0	532,1
AOP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,0	15,0	0,0	0,0	41,0

Source : Rapport annuel, Banque Centrale, année 2006

Ces opérations d'interventions ont alors eu comme effet de résorber 196 milliards d'ariary contre un excès de liquidité de 313 milliards d'ariary, la Banque Centrale a alors réussi à absorber 63% de la liquidité bancaire.

2.2.4. Les opérations sur le Marché des devises

En matière de politique de change, la Banque Centrale a continué d'adopter le système de change flottant. En outre, la Banque Centrale a mené une opération de stérilisation pour éviter une trop grande volatilité du taux de change et pour constituer une réserve officielle de change qui se sont traduites par une accumulation de réserve assez élevée.

2.3. Les impacts de la politique monétaire.

Les impacts de la politique monétaire de 2007 sont observables entre autre au niveau de l'évolution des agrégats monétaires ainsi que sur les différents indicateurs de stabilité

2.3.1. La masse monétaire

L'expansion de la masse monétaire pour l'année 2007 n'a pas entraîné une tension inflationniste au cours de l'année car son taux d'expansion a été plus qu'inférieur à celui de l'année 2006. En effet, l'expansion de la masse monétaire a été de 20,4% contre 5,5 points de plus pour l'année 2006. L'encours de la masse monétaire en fin d'année a été de 3 302,4 milliards d'ariary. (cf. Annexe n °07)

a. Les composantes de la masse monétaire²³

Les disponibilités monétaires :

La croissance des disponibilités monétaires a été relativement moindre par rapport à l'année 2006. Cette diminution est surtout observable au niveau des dépôts à vue qui a connu une baisse au profit de la quasi-monnaie ; la circulation fiduciaire par contre a connu une augmentation de 125,6 milliards d'ariary contre 116,0 milliards en 2006.

En effet, les disponibilités monétaires ont eu une croissance de 18,2% contre une progression de 24% pour l'année 2006. Concernant particulièrement les dépôts à vue, la variation pour l'année 2007 a été de 18,6% contre 27,5% en 2006.

La quasi-monnaie :

L'année 2007 n'a pas fait exception à la tendance de la quasi-monnaie à croître de manière progressive. La particularité de cet année est que ce sont les dépôts à terme qui ont le plus connu une forte augmentation. Cette évolution est due :

- au lancement de nouveaux produits par les banques qui ont bénéficié d'un bon retour du public,
- au taux attractif des dépôts à terme par rapport aux dépôts d'épargne,

²³ Ibid, pp 48-50.

- à l'appréciation de la monnaie nationale qui a orienté le public vers les ce type de dépôts que plutôt vers les dépôts en devises.

En effet, l'évolution de la quasi-monnaie a été de 45% c'est-à-dire de 228,6 milliards d'ariary contre une progression de 28,1% en 2006. En ce qui concerne les dépôts à terme, ils ont augmenté de 107% ou de 150,3 milliards d'ariary.

Les dépôts en devises :

Les dépôts en devises des résidents n'ont connu qu'une augmentation de 2,9% alors qu'en 2006, ce taux a atteint les 32,7%

2.3.2. Les indicateurs de stabilité²⁴

a. Les taux d'intérêt

L'année 2007 peut-être divisée en deux périodes contradictoires, dans un premier temps, le secteur bancaire a été en situation de surliquidité permanente et dans un second temps, suite à la ponction monétaire effectuée par la Banque Centrale, il y eut une stabilité relative qui s'est manifesté par une diminution de la plupart des taux sur le marché.

L'évolution des différents taux se présentent alors comme suit :

- Le taux des appels d'offre négatifs ou reprise de liquidité est passé de 13,4% à 10,9%
- Le taux des appels d'offre positifs ont évolué entre 13 et 13,5%
- Le taux sur le refinancement en pension a été de 14,5%
- Le taux adopté lors des opérations d'open-market a été de 13,19% pour ne finir qu'à 8,19%
- Enfin, celui des échanges interbancaire de liquidité à fluctuer de 14 à 10 et puis revenir à 11%
- Pour ce qui est du taux de rendement des titres publics, fin décembre 2006, ce taux était de 20% pour ne plus finir qu'à 8,35% fin 2007. Cette chute est due à la surliquidité observée au niveau du secteur bancaire ainsi qu'à la stratégie de diminution de l'endettement extérieur du Trésor Public.

²⁴ Ibid, pp 51-53.

- Le taux débiteur des banques a fluctué entre un taux minimal de 14,5% en passant par 16,25% pour finir à un taux maximal de 18% et s'y tenir en fin d'année.
- Quant au taux créditeur, qui a été de 13,06%, il a diminué à 10,75%

b. Le taux d'inflation

L'objectif de réduire le taux d'intérêt à un niveau acceptable a été atteint en ce qui concerne l'année 2007. Le taux d'inflation est alors descendu à 8,2% malgré la hausse des prix des produits comme le riz au cours des premiers mois.

c. Le taux de change

En termes de glissement annuel, la monnaie nationale s'est appréciée de 11,3% face au dollar et de 1,8% face à l'euro. La raison de cette appréciation est que l'offre au niveau du marché de devises a été excédentaire et qu'au niveau international, le dollar s'est déprécié au cours de l'année 2007. En effet, par rapport à l'ariary, le dollar s'est déprécié de 11,5% fin décembre 2007.

En somme, la politique monétaire prudente de la Banque Centrale pour l'année 2007 a atteint presque tous les objectifs qu'elle s'est posée. L'inflation a été ramené à un taux acceptable de 8,2% avec une croissance modérée de la masse monétaire de 20,4%. Le taux de change de la monnaie nationale a été contenu dans une proportion acceptable, car la diminution de la compétitivité ne s'est fait pas trop ressentir car cautionnée par les gains de compétitivité obtenus au cours des années 2005 et 2006.

Quand sera t-il alors de la politique monétaire de 2008 ?

III. L'année 2008, une suite de la politique prudente de 2007

3.1. Contexte macroéconomique

Au niveau mondial, l'année 2008 est caractérisée par la crise alimentaire et la crise financière qui frappe l'économie des pays avancés. Les impacts de la crise financière n'ont pourtant pas encore touché les frontières de continent Africain et donc Madagascar.

L'environnement économique au niveau du pays est surtout caractérisé par l'afflux d'investissements directs étrangers et donc un risque de volatilité du taux de change. L'objectif de la politique monétaire était donc pour ce qui était de l'environnement interne de ramener le taux à un chiffre tout en essayant de réduire les impacts de la hausse des prix mondiaux des produits alimentaires ainsi que du prix de l'énergie. Outre l'objectif interne, il s'agissait aussi de limiter la variabilité du taux de change ainsi que de maintenir un système financier sain pour maintenir la tendance de la croissance économique de 2007 ainsi que pour limiter les impacts possibles de la crise financière sur l'économie du pays.

C'est à travers une politique monétaire de maintien d'une croissance modérée des agrégats monétaires que s'effectuera la politique de stabilisation de la Banque Centrale. Outre les instruments classiques fréquemment utilisés, l'intervention sur le marché monétaire a été maintenue.

3.2. La mise en œuvre de la politique monétaire

3.2.1. Les instruments classiques

La politique monétaire de 2008 est donc une suite de la politique de resserrement au cours de l'année 2007. En effet, le taux directeur de la Banque Centrale a été maintenu à 12% et le taux de réserve obligatoire est demeuré à 15%

3.2.2. Les instruments structurels

La Banque Centrale a eu recours à des instruments structurels auxquels elle a toujours eu recours depuis le début de son intervention sur le marché monétaire.

Ainsi, il s'agit en premier lieu de ventes de titres adossés sur la dette consolidée de l'Etat. Au total, ces ventes de titres se chiffraient à 440,4 milliards d'ariary à la fin de l'année.

Ensuite, il y a les appels d'offre négatifs qui ont pour fonction d'instrument de ponction de liquidités. Ils sont utiles car ils permettent de bien viser tout excédent de liquidité ayant échappé à l'opération de ventes de titres. Sur l'ensemble de l'année, les appels d'offre négatifs s'élevaient au total à 80 milliards d'ariary.

Puis, il y a les prises en pension et les appels d'offre positifs. Ces derniers servent de refinancement aux banques en cas d'insuffisance de liquidité au niveau du marché interbancaire. La prise de pension, effectuée à la demande des banques, est surtout un recours en cas de retard par rapport aux réserves obligatoires requises. Sur l'année, elles totalisent un montant de 1 052,3 milliards d'ariary alors que les appels d'offre positifs se sont élevés à 145 milliards d'ariary.

En parallèle à ceux là, la Banque Centrale a continué à adopter le système de change flottant et a poursuivi les opérations de communication auprès du public. Ces dernières augmentant l'efficacité de la politique monétaire en provoquant les anticipations des agents économiques.

3.3. Les impacts de la politique monétaire

3.3.1. La masse monétaire

Conformément à la politique de resserrement de la Banque centrale, l'expansion de la masse monétaire s'est relativement ralentie par rapport à l'année 2007. En effet, la variation annuelle n'a été que de 12,9% à la fin de l'année contre 20,5% en 2007.

Compte tenu des contreparties de la masse monétaire, le repli de cette dernière est surtout attribuable au désengagement de l'Etat à hauteur de 267,8 milliards d'ariary ainsi qu'à une diminution de la variation de la position extérieure nette du système bancaire. Au contraire, les créances sur l'économie a connu une nette hausse passant de 207,7 à 413,7 milliards d'ariary soit une variation de 29,9%.

Tableau 13 : La masse monétaire et ses contreparties

Rubriques	Encours (en milliards d'ariary)			Variation annuelle			
				En milliards d'Ar		En pourcentage	
	2006	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Masse monétaire M3	2 740,8	3 302,4	3 727,0	561,6	424,6	20,5	12,9
Position ext. Nette	1 584,0	1 901,1	2 149,9	317,1	248,8	20,0	13,1
Créances nettes sur l'Etat	80,9	132,0	-135,9	51,0	-267,8	63,1	-203,0
Créances sur l'économie	1 195,9	1 403,6	1 817,4	207,7	413,7	17,4	29,5
Autres postes nets	-120,0	-134,4	-104,4	-14,3	29,9	12,0	-22,3

Source : *Rapport annuel, Banque Centrale, année 2008*

Au niveau des composantes de la masse monétaire, ce sont les disponibilités monétaires M1 qui ont le moins augmenté alors que la quasi-monnaie et les dépôts en devises continuent à avoir une variation élevée. Les agents économiques ne préfèrent donc pas détenir une grande liquidité et préfèrent plutôt rentabiliser leurs avoirs au niveau des banques qui multiplient les incitations par la diversification des produits et services. C'est surtout les dépôts d'épargne qui sont les plus sollicités car ces derniers ont un degré de liquidité plus élevé que les autres types de dépôts.

3.3.2. Les indicateurs de stabilité

a. Les taux d'intérêt

Suite au maintien du niveau du taux directeur à 12%, les différents taux évoluent comme suit :

- Pour les titres à court terme, leur taux d'intérêt a légèrement diminué.
- Les taux d'appels d'offres négatifs sont passés de 6,95 à 5,06%
- Le taux sur le marché interbancaire de 12% en juillet est passé à 11,5%
- Le taux de refinancement des pensions est de 14,5%
- Les taux des appels d'offres positifs sont passés de 12,25% à 12,82%
- En ce qui concerne les taux des bons du Trésor, le taux des titres ont évolué différemment selon la maturité des titres.
- Le taux débiteur des banques a évolué entre 14,5 et 15% (cf. Annexe n°08)

- Le taux créditeur des dépôts à terme ont baissé de 6,73% à 5,8% alors que les ceux des dépôts à vue ont augmenté de 0,86% à 1,11% jusqu'à la fin de l'année.

b. Le taux d'inflation

La maîtrise de la demande par la politique de resserrement a ramené le taux d'inflation à 10,1% après quelques fluctuations au cours de l'année. Par rapport à l'année d'avant, ce taux est relativement élevé car fin décembre de l'année 2007, le taux d'inflation était de 8,3%. Cet écart est dû entre autre au renchérissement des prix internationaux. Cette situation a eu un impact certain sur le prix de l'énergie, et puis s'est répercutée sur le prix des produits alimentaires, sur le prix de l'électricité et sur le prix du riz.

c. Le taux de change

Une forte augmentation du volume des transactions due aux recettes d'exportations, aux devises engendrées par les investissements directs étrangers a été enregistrée.

Au cours de ces trois dernières années, la Banque Centrale n'a cessé d'intervenir sur le marché monétaire pour maîtriser le niveau de la liquidité. C'est dans cette optique que s'est menée la politique monétaire des années 2006 à 2008, une politique de resserrement et de prudence. L'objectif inflation n'a jamais été perdu de vue et en somme, fin 2006, ce taux était à 10,8%, fin 2007 à 8,3% et fin 2008 à 10,1%. On observe une légère fluctuation mais il n'est pas à oublier qu'en 2008, l'économie mondiale a été frappée par une crise financière et une hausse continue du prix du pétrole.

Conclusion de la partie

L'année 2003, après la crise de 2002 a nécessité une politique de relance économique de la part des autorités monétaires. A partir de l'année 2004, une politique monétaire prudente a été conduite. Ainsi, les instruments classiques tels que le taux directeur et le taux des réserves obligatoires ont été utilisés au cours de ces années. Ces instruments se sont pourtant révélés insuffisants et les autorités monétaires ont commencé à intervenir sur le marché monétaire par des opérations d'open-market et d'appels d'offre.

Les impacts de ces politiques économiques peuvent être observés au niveau de la masse monétaire, qui conditionne ainsi le niveau des prix selon la théorie quantitative de la monnaie. Des indicateurs de stabilité telle la liquidité bancaire, les taux d'intérêt au niveau des banques et niveau du marché monétaire ont été utilisés pour évaluer ces impacts.

La situation économique évolue alors selon une tendance plus ou moins prévisible compte tenu du contexte macroéconomique du moment. Cette situation va pourtant évoluer différemment compte tenu de la crise financière mondiale et surtout à la veille de la crise de 2009 qui va toucher le pays et qui aura des impacts certains sur la situation économique.

CONCLUSION

Pour conclure, la politique monétaire est un instrument comme tant d'autre, qui possède ses forces et ses faiblesses. Toujours est-il qu'ici, l'ouvrage s'est proposé de l'étudier comme tel sous deux approches complémentaires.

D'une part, la mise en exergue de la politique monétaire sur le plan théorique a permis de s'imprégner du jargon et des concepts la concernant . Ensuite, les différentes théories classiques, monétaristes et keynésiennes ont été utilisées comme fondements théoriques. En particulier, la théorie keynésienne a permis d'évaluer, par un modèle économique, les impacts d'une telle politique sur l'économie. D'autre part, la seconde approche a consisté à analyser la politique monétaire conduite à Madagascar entre les deux crises qui ont ébranlé le pays, c'est-à-dire à partir de l'année 2003 jusqu'à l'année 2008. Ces années se caractérisent par la conduite d'une politique monétaire tantôt de relance tantôt de resserrement, elles se caractérisent aussi par la revalorisation de l'unité monétaire malagasy, l'Ariary dans le but de redorer l'image de la nation vis-à-vis de l'extérieur mais surtout au niveau des citoyens.

Toutes les analyses effectuées au cours de ces années ont démontré que la politique monétaire est surtout utilisée pour préserver l'équilibre interne c'est-à-dire qu'elle a comme objectif principal l'optique de lutte contre l'inflation ; la politique monétaire est ainsi un instrument efficace de stabilisation interne. Bien sûr, coexiste au côté de cet objectif-inflation les objectifs tels la croissance et le plein-emploi mais aussi, l'objectif externe qui est d'éviter une trop grande volatilité du taux de change de la monnaie nationale.

Malgré cela, la politique monétaire, a elle seule ne permet pas une stabilisation macroéconomique totale. Elle doit ainsi être associée à différentes politiques économiques telles que la politique budgétaire, la politique de revenu et étroitement à la politique de change. Dans cette optique alors, l'association des différentes politiques économiques, dont disposent les autorités publiques, permet-elle vraiment d'assurer une stabilité macroéconomique à long terme ?

LISTE DES ANNEXES

- **Annexe n ° 01** : Evolution du taux directeur de la Banque Centrale
- **Annexe n ° 02** : Variation annuelle des prix à la consommation (en%)
- **Annexe n ° 03** : Evolution des taux des bons du trésor par adjudication
- **Annexe n ° 04** : Situation monétaire de la Banque Centrale, année 2003
- **Annexe n °05**: Situation monétaire de la Banque Centrale, année 2004
- **Annexe n °06**: Situation monétaire de la Banque Centrale, année 2005
- **Annexe n° 07**: Situation monétaire de la Banque Centrale, année 2007
- **Annexe n° 08**: Evolution des taux d'intérêt des banques, années 2003-2008

Annexe n ° 01 :EVOLUTION DU TAUX DIRECTEUR DE LA BANQUE CENTRALE

Date de mise en vigueur	Taux directeur
13/10/2000	12,00 %
12/06/2001	10,50 %
16/10/2001	9,00 %
13/01/2003	7,00 %
21/04/2004	9,50 %
02/06/2004	12,00 %
16/09/2004	16,00 %
14/08/2006	12,00 %

Annexe n ° 02 :VARIATION ANNUELLE DES PRIX A LA CONSOMMATION, ANNEE 2005 A 2007 (EN POURCENTAGE)

Périodes	2005	2006	2007
Janvier	29,2	10,0	10,8
Février	30,3	8,8	13,6
Mars	26,6	9,4	14,5
Avril	21,9	10,4	13,9
Mai	18,3	12,8	11,6
Juin	15,6	13,6	10,0
Juillet	15,3	11,6	8,8
Aout	16,5	9,6	8,5
Septembre	14,8	10,9	8,2
Octobre	14,0	11,4	7,9
Novembre	13,0	10,0	8,5
Décembre	11,6	10,8	8,2

Annexe n ° 03 : EVOLUTION DU TAUX DES BONS DU TRESOR PAR ADJUDICATION

	Déc	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Jun	juil	Août	sept	Oct	Nov	Déc
	2003	2004											
4 sem	9,50 - 10,50	9,50 - 10,50	9,50 - 10,05	9,50 - 10,30	9,50 - 9,90	9,50 - 10,60	9,70 - 11,45	9,25 - 14,00	9,85 - 15,00	10,30 - 18,00	11,50 - 18,25	14,70 - 18,00	15,50 - 20,0
12 sem	10,15 - 10,75	10,00 - 10,80	10,20 - 10,85	10,00 - 11,00	10,27 - 10,50	10,25 - 11,00	10,25 - 11,95	10,00 - 11,95	10,45 - 14,90	11,45 - 14,50	15,25 - 17,50	15,75 - 17,50	16,00 - 20,0
24 sem	11,30 - 11,75	11,45 - 11,75	11,25 - 11,45	11,00 - 11,42	10,00 - 11,00	10,00 - 12,05	11,00 - 11,50	11,00 - 11,50	11,00 - 14,00	12,20 - 17,00	14,25 - 18,00	11,50 - 18,00	16,50 - 18,0
52 sem	12,00 - 13,00	12,35 - 13,00	12,15 - 12,45	12,00 - 12,25	11,50 - 12,05	10,31 - 12,95	11,50 - 12,90	11,50 - 12,90	12,00 - 14,50	13,00 - 16,00	14,50 - 18,00	16,50 - 18,00	17,0 - 17,80
	Déc	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Jun	juil	Août	sept	Oct	Nov	Déc
	2004	2005											
4 sem	15,50 - 20,00	15,00 - 20,00	15,00 - 19,00	16,75 - 20,00	17,00 - 20,00	17,50 - 24,00	16,00 - 22,00	16,00 - 22,00	16,00 - 22,80	16,50 - 22,00	15,00 - 18,50	15,00 - 19,00	15,00 - 20,0
12 sem	16,00 - 20,00	16,50 - 18,50	16,50 - 18,95	12,88 - 18,60	16,05 - 20,00	18,50 - 20,00	16,00 - 21,00	16,00 - 23,00	16,00 - 23,50	16,50 - 19,90	16,75 - 18,65	17,00 - 19,00	17,00 - 20,0
24 sem	16,50 - 18,00	16,25 - 18,50	17,00 - 17,95	16,00 - 20,00	18,00 - 20,00	19,00 - 21,00	16,00 - 22,50	19,50 - 24,00	16,00 - 21,00	16,50 - 22,00	18,00 - 22,00	17,00 - 21,50	16,00 - 20,0
52 sem	17,00 - 17,80	17,00 - 19,00	17,50 - 20,00	17,00 - 20,00	18,00 - 22,00	19,20 - 24,00	19,50 - 24,00	19,00 - 24,00	16,00 - 23,80	16,50 - 19,75	15,49 - 20,00	18,50 - 22,00	17,0 - 22,25
	Déc	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Jun	juil	Août	sept	Oct	Nov	Déc
	2005	2006											
4 sem	15,00 - 20,00	15,00 - 20,00	15,00 - 22,50	18,00 - 24,00	15,00 - 25,00	19,00 - 25,00	19,00 - 25,00	19,00 - 25,00	19,00 - 25,00	19,00 - 22,50	18,00 - 21,00	16,00 - 20,50	16,0 - 20,00
12 sem	17,00 - 20,00	18,25 - 20,19	18,00 - 21,00	19,25 - 22,50	19,50 - 24,00	20,00 - 25,00	20,00 - 26,00	20,00 - 26,00	20,00 - 27,00	18,00 - 23,00	19,75 - 22,00	18,50 - 21,00	19,0 - 21,00
24 sem	16,00 - 20,50	18,50 - 20,50	19,00 - 20,25	19,00 - 22,00	19,50 - 22,50	19,00 - 22,25	19,50 - 25,50	20,00 - 25,00	20,00 - 25,00	20,00 - 23,50	20,00 - 22,30	19,00 - 21,95	19,0 - 21,00
52 sem	17,00 - 22,25	19,00 - 22,25	19,00 - 24,00	20,00 - 25,75	19,50 - 26,50	22,00 - 26,50	20,00 - 26,50	20,00 - 26,50	20,00 - 26,30	20,00 - 23,95	20,00 - 23,50	20,00 - 22,25	20,0 - 22,00

	Déc	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Jun	juil	Août	sept	Oct	Nov	Déc
	2006	2007											
4 sem	16,00 - 20,00	16,00 - 18,75	15,35 - 18,00	15,00 - 16,95	12,50 - 15,35	8,85 - 12,50	4,99 - 9,90	5,00 - 9,40	6,00 - 8,25	6,50 - 8,50	6,50 - 8,15	6,50 - 7,90	6,50 - 7,75
12 sem	19,00 - 21,00	17,00 - 20,00	17,00 - 18,90	15,50 - 18,40	14,00 - 17,50	10,00 - 13,90	5,50 - 10,00	7,50 - 9,70	7,50 - 9,00	7,00 - 8,90	8,00 - 9,00	7,00 - 8,50	7,95 - 8,35
24 sem	19,00 - 21,00	19,00 - 20,20	17,50 - 19,50	17,50 - 18,50	16,50 - 18,00	12,98 - 15,90	7,00 - 9,30	8,00 - 9,20	8,00 - 9,50	8,00 - 9,50	8,20 - 9,50	8,75 - 9,50	9,00 - 9,60
52 sem	20,00 - 22,00	19,00 - 21,15	19,50 - 20,80	16,00 - 20,20	17,40 - 19,40	13,40 - 16,50	7,50 - 10,00	8,50 - 9,50	8,00 - 10,00	8,50 - 9,95	9,00 - 9,90	9,25 - 10,00	9,50 - 10,00
	Déc	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Jun	juil	Août	sept	Oct	Nov	Déc
	2007	2008											
4 sem	6,50 - 7,75	6,50 - 7,35	6,00 - 7,25	6,00 - 7,20	6,00 - 6,75	5,00 - 6,00	5,00 - 6,00	4,80 - 5,50	4,50 - 5,00	4,25 - 5,00	4,20 - 4,80	4,25 - 4,80	
12 sem	7,95 - 8,35	7,80 - 8,30	7,00 - 8,25	7,50 - 8,25	7,50 - 8,00	7,00 - 7,50	7,00 - 7,35	6,95 - 7,25	7,00 - 7,50	6,75 - 7,30	6,25 - 7,00	6,25 - 7,50	
24 sem	9,00 - 9,60	9,00 - 9,45	8,75 - 9,25	8,00 - 9,35	8,75 - 9,25	8,75 - 9,13	8,00 - 9,15	7,00 - 9,15	8,75 - 9,15	8,75 - 9,15	9,00 - 9,15	9,00 - 9,50	
52 sem	9,50 - 10,00	8,00 - 10,00	9,50 - 10,50	9,50 - 10,75	9,90 - 10,70	9,75 - 10,70	9,00 - 10,75	10,00 - 10,70	10,25 - 10,70	10,00 - 10,75	10,10 - 10,80	9,25 - 10,80	

Annexe n ° 04 : SITUATION MONETAIRE DE LA BANQUE CENTRALE ANNEE 2003

(en milliards d'ariary)

	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Juin	Juil	Août	Sep	Oct	Nov	Déc
1 . Position extérieure nette	2 345,7	2 331,7	2 287,2	2 209,2	2 342,3	2 409,8	2 437,5	2 622,4	2 457,9	2 425,3	2 450,7	2 479,3
2 . Crédits nets à l'Etat	2 824,3	2 807,9	2 794,9	3 032,0	2 698,5	2 714,1	3 111,4	3 023,1	3 093,9	3 239,5	3 441,3	3 488,9
2.1. Banque Centrale	1 014,1	980,2	884,0	1 151,9	895,3	906,3	1 378,5	1 301,5	1 353,2	1 551,4	1 656,5	1 697,4
2.2. Banques primaires	1 354,9	1 373,4	1 479,1	1 455,2	1 378,2	1 410,0	1 331,7	1 330,3	1 344,2	1 288,9	1 381,8	1 381,0
2.3. Autres	455,2	454,4	431,8	425,0	425,1	397,8	401,2	391,3	396,5	399,2	403,0	410,5
3 . Crédits à l'économie	2 903,4	2 983,6	2 995,2	2 956,9	2 878,6	2 827,2	2 538,4	2 639,6	2 786,4	2 895,7	2 938,3	2 993,4
4 . Autres postes nets	-241,2	-176,8	-95,7	-178,4	-134,0	-287,1	-521,8	-341,2	-131,8	12,5	-76,5	-435,7
MASSE MONETAIRE	7 832,3	7 946,3	7 981,7	8 019,8	7 785,5	7 664,0	7 565,6	7 943,9	8 206,4	8 572,9	8 753,7	8 525,9
5 . Circulation fiduciaire	2 325,7	2 313,1	2 319,8	2 375,3	2 246,9	2 153,9	2 090,5	2 324,2	2 539,6	2 801,1	2 814,3	2 570,0
6 . Dépôts à vue	3 255,5	3 330,9	3 324,8	3 311,0	3 180,8	3 215,4	3 195,8	3 161,8	3 210,3	3 286,9	3 410,2	3 316,7
7 . Quasi-monnaie	2 251,0	2 302,3	2 337,1	2 333,5	2 357,8	2 294,7	2 279,3	2 457,9	2 456,4	2 484,9	2 529,2	2 639,2
7.1. Dépôts en monnaies nationales	1 296,5	1 298,7	1 308,8	1 309,7	1 329,9	1 298,4	1 294,6	1 414,6	1 441,3	1 456,4	1 482,0	1 551,8
7.2. Dépôts en devise	954,5	1 003,6	1 028,3	1 023,8	1 027,9	996,3	984,7	1 043,3	1 015,1	1 028,5	1 047,2	1 087,4
2 . Liquidité des banques	910,0	832,1	751,8	909,3	843,7	878,9	1 030,9	1 004,0	964,8	1 000,6	1 029,9	954,6
BASE MONETAIRE	3 235,7	3 145,2	3 071,5	3 284,6	3 090,6	3 032,8	3 121,4	3 328,2	3 504,5	3 801,7	3 844,2	3 524,6

Annexe n 05 ° SITUATION MONETAIRE DE LA BANQUE CENTRALE ANNEE 2004

(en milliards d'ariary)

	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Juin	Juil	Août	Sep	Oct	Nov	Déc
1 . Position extérieure nette	2 709,8	2 755,4	3 775,8	3 733,8	4 077,7	3 891,9	3 660,8	4 781,7	4 756,1	4 782,6	4 536,6	4 464,6
2 . Crédits nets à l'Etat	3 578,4	3 698,9	3 386,0	3 431,8	3 458,0	3 282,1	3 478,3	2 345,2	2 487,1	2 410,5	2 490,5	2 507,0
2.1. Banque Centrale	1 513,6	1 628,9	1 312,1	1 364,2	1 497,3	1 453,2	1 878,1	907,0	1 006,0	1 091,4	1 176,0	1 324,0
2.2. Banques primaires	1 647,3	1 645,0	1 649,6	1 642,4	1 532,8	1 390,1	1 155,2	989,5	1 024,2	862,5	850,2	704,8
2.3. Autres	417,5	425,0	424,2	425,1	427,9	438,7	444,9	448,8	457,0	456,6	464,3	478,2
3 . Crédits à l'économie	2 972,3	3 046,1	3 047,2	3 263,7	3 311,8	3 523,3	3 664,3	3 571,8	3 730,8	3 767,1	3 898,5	4 093,3
4 . Autres postes nets	-653,1	-639,9	-1 023,5	-1 123,7	-1 395,6	-1 090,6	-1 058,6	-922,5	-1 107,2	-935,2	-821,8	-508,3
MASSE MONETAIRE	8 607,3	8 860,4	9 185,4	9 305,6	9 451,8	9 606,7	9 744,8	9 776,2	9 866,8	10 025,1	10 103,8	10 556,6
5 . Circulation fiduciaire	2 509,5	2 547,2	2 389,6	2 350,9	2 429,8	2 648,8	2 742,8	2 758,8	2 725,6	2 793,3	2 772,0	2 956,9
6 . Dépôts à vue	3 394,6	3 456,8	3 575,2	3 579,7	3 457,8	3 510,2	3 489,8	3 587,4	3 602,8	3 637,8	3 742,8	4 055,9
7 . Quasi-monnaie	2 703,3	2 856,4	3 220,5	3 375,0	3 564,2	3 447,7	3 512,1	3 430,3	3 538,5	3 594,0	3 589,0	3 543,8
7.1. Dépôts en monnaies nationales	1 571,5	1 591,2	1 662,9	1 623,5	1 636,5	1 711,6	1 721,7	1 705,4	1 749,3	1 787,0	1 830,8	1 795,9
7.2. Dépôts en devise	1 131,8	1 265,2	1 557,7	1 751,5	1 927,7	1 736,1	1 790,4	1 724,9	1 789,2	1 807,0	1 758,3	1 747,9
2 . Liquidité des banques	905,5	897,7	1 186,5	872,0	788,4	738,2	895,3	1 021,2	767,2	1 179,6	1 094,6	1 241,8
BASE MONETAIRE	3 415,0	3 444,9	3 576,1	3 222,9	3 218,3	3 387,1	3 638,1	3 780,0	3 492,7	3 972,8	3 866,6	4 198,7

Annexe n ° 06 :SITUATION MONETAIRE DE LA BANQUE CENTRALE ANNEE 2005

(en milliards d'ariary)

	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Juin	Juil	Août	Sep	Oct	Nov	Déc
1 . Position extérieure nette	919,3	886,2	960,7	872,2	874,5	865,9	833,2	973,0	975,5	966,5	986,7	933,4
2 . Crédits nets à l'Etat	502,4	511,2	468,1	481,7	435,7	461,7	469,4	317,5	381,3	331,2	345,9	398,8
2.1. Banque Centrale	231,2	263,5	258,5	273,5	304,1	309,6	346,5	192,9	257,5	215,8	272,2	325,3
2.2. Banques primaires	164,4	140,2	102,0	97,3	20,9	40,5	12,3	13,4	11,0	3,1	-39,9	-31,1
2.3. Autres	106,7	107,5	107,6	110,9	110,6	111,7	110,6	111,3	112,7	112,3	113,5	104,7
3 . Crédits à l'économie	804,5	831,3	844,8	873,1	870,6	894,9	894,1	899,2	939,8	996,5	1 008,4	1 013,3
4 . Autres postes nets	-132,5	-134,4	-136,5	-111,1	-119,6	-158,6	-133,0	-129,9	-175,5	-170,7	-193,7	-168,2
MASSE MONETAIRE	2 093,7	2 094,4	2 137,1	2 115,9	2 061,1	2 063,9	2 063,7	2 059,8	2 121,0	2 123,5	2 147,3	2 177,3
5 . Circulation fiduciaire	549,7	547,1	554,4	542,4	548,6	560,2	562,2	562,8	569,7	574,9	576,1	599,1
6 . Dépôts à vue	793,8	820,8	801,3	807,1	779,6	757,9	768,5	796,8	843,2	819,4	839,4	818,3
7 . Quasi-monnaie	750,1	726,4	781,4	766,4	732,9	745,7	733,0	700,2	708,0	729,3	731,8	759,8
7.1. Dépôts en monnaies nationales	374,2	372,6	381,5	390,3	381,8	379,6	375,0	371,0	380,1	382,1	393,3	425,3
7.2. Dépôts en devise	375,9	353,8	399,9	376,1	351,1	366,1	358,0	329,2	328,0	347,2	338,5	334,5
2 . Liquidité des banques	258,7	286,1	269,3	272,5	325,5	254,3	290,8	299,8	301,0	255,3	280,1	338,4
BASE MONETAIRE	808,4	833,2	823,7	815,0	874,1	814,5	853,0	862,7	870,7	830,2	856,3	937,5

Annexe n ° 07 :SITUATION MONETAIRE DE LA BANQUE CENTRALE ANNEE 2007

(en milliards d'ariary)

	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Juin	Juil	Août	Sep	Oct	Nov	Déc
1 . Position extérieure nette	1 670,7	1 632,2	1 633,3	1 615,5	1 680,4	1 684,5	1 688,6	1 701,5	1 765,9	1 804,9	1 805,7	1 901,1
2 . Crédits nets à l'Etat	-16,2	11,1	51,8	62,2	68,6	161,7	145,2	120,3	29,3	1,0	8,6	132,0
2.1. Banque Centrale	-162,9	-130,9	-164,8	-171,6	-110,5	23,3	20,5	22,3	-42,1	-72,0	-111,5	-62,6
2.2. Banques primaires	17,6	10,1	66,5	84,5	21,1	-22,1	-37,9	-64,2	-70,0	-62,1	-18,1	31,5
2.3. Autres	129,0	131,9	150,1	149,2	157,9	160,4	162,6	162,2	141,4	135,1	138,2	163,1
3 . Crédits à l'économie	1 194,7	1 193,7	1 194,1	1 215,4	1 195,2	1 194,2	1 220,8	1 290,9	1 387,9	1 437,0	1 449,4	1 403,7
4 . Autres postes nets	-130,2	-119,1	-121,6	-19,8	-75,3	-162,2	-151,7	-165,2	-166,8	-150,1	-128,6	-134,3
MASSE MONETAIRE	2 719,0	2 717,9	2 757,6	2 873,2	2 868,9	2 878,2	2 902,9	2 947,5	3 016,3	3 092,8	3 135,2	3 302,4
5 . Circulation fiduciaire	672,5	676,6	701,6	717,7	728,0	741,8	746,7	770,4	781,6	773,9	798,7	840,6
6 . Dépôts à vue	1 037,8	1 028,8	1 021,5	1 091,2	1 073,6	1 073,3	1 082,6	1 112,5	1 128,3	1 137,7	1 148,7	1 237,0
7 . Quasi-monnaie	1 008,8	1 012,5	1 034,5	1 064,3	1 067,3	1 063,1	1 073,6	1 064,5	1 106,4	1 181,2	1 187,7	1 224,8
7.1. Dépôts en monnaies nationales	558,2	570,5	584,6	644,1	653,6	665,6	679,2	684,1	692,9	701,2	738,0	767,9
7.2. Dépôts en devise	450,5	441,9	449,9	420,2	413,7	397,5	394,3	380,4	413,5	480,0	449,8	456,9
2 . Liquidité des banques	409,2	385,7	358,3	370,9	467,0	453,4	435,9	428,1	412,4	461,4	463,6	554,3
BASE MONETAIRE	1 081,6	1 062,3	1 059,9	1 088,6	1 195,0	1 195,2	1 182,6	1 198,5	1 194,0	1 235,3	1 262,3	1 395,0

Annexe n ° 08 :EVOLUTION DES TAUX D'INTERET DES BANQUES

Année 2003

	1er Trimestre		2e Trimestre		3e Trimestre		4e Trimestre	
	min	max	min	max	min	max	min	max
Taux de base	8,41	11,75	10,23	11,75	9,23	11,75	10,09	11,75
Taux débiteurs	6,00	24,25	6,00	24,25	6,00	24,25	6,00	24,25
Taux créditeurs	0,00	12,02	0,00	11,98	0,00	11,56	0,00	11,50

Année 2004

	1er Trimestre		2e Trimestre		3e Trimestre		4e Trimestre	
	min	max	min	max	min	max	min	max
Taux de base	9,26	11,75	10,77	14,25	10,01	18,00	10,95	18,00
Taux débiteurs	8,10	17,70	9,01	21,33	10,73	22,00	11,27	24,00
Taux créditeurs	0,40	9,25	0,00	9,29	0,00	10,50	0,00	12,89

Année 2005

	1er Trimestre		2e Trimestre		3e Trimestre		4e Trimestre	
	min	max	min	max	min	max	min	max
Taux de base	16,00	18,00	16,00	18,00	16,00	18,00	16,00	18,00
Taux débiteurs	11,23	24,00	9,00	24,00	9,00	23,68	8,66	23,78
Taux créditeurs	0,00	14,01	0,00	15,49	0,00	14,85	0,00	13,97

Année 2006

	1er Trimestre		2e Trimestre		3e Trimestre		4e Trimestre	
	min	max	min	max	min	max	min	max
Taux de base	16,00	18,00	16,00	18,00	14,50	16,25	14,50	16,25
Taux débiteurs	10,40	28,00	9,90	25,40	9,80	25,50	10,80	25,50
Taux créditeurs	0,00	13,60	0,53	14,95	0,00	14,41	0,00	14,43

Année 2007

	1er Trimestre		2e Trimestre		3e Trimestre		4e Trimestre	
	min	max	min	max	min	max	min	max
Taux de base	14,50	16,25	14,50	18,00	14,50	15,00	14,50	15,00
Taux débiteurs	4,12	26,10	5,73	45,00	5,73	45,00	5,73	45,00
Taux créditeurs	0,00	16,50	0,00	16,50	0,00	16,50	00,00	16,50

Année 2008

	1er Trimestre		2e Trimestre		3e Trimestre		4e Trimestre	
	min	max	min	max	min	max	min	max
Taux de base	14,50	15,00						
Taux débiteurs	07,96	39,20						
Taux créditeurs	00,00	10,75						

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- BURGENMEIER B., *Analyse et politique économiques*, 3^{ème} éd., Economica, Paris, 1989.
- BURDA M., WYPLOSZ C., *Macroéconomie*, ed. De Boeck University, 2003
- de BOISSIEU C., *Monnaie et Economie*, ed. Economica, 1998.
- de MOURGUES M., *Macroéconomie monétaire*, ed. Economica, 2000.
- de MOURGUES M., *Economie monétaire II, Théorie et politique monétaire*, Dalloz, 1980.
- DICELIO E. A., *Macroéconomie*, ed. Schaum, Paris 1990.
- DUBOEUF F. , *La théorie quantitative. Une nouvelle présentation* , R.S. Thorn, pp 69-90
- FAUGERE J.P., *La monnaie et politique monétaire*, ed.Seuil, juin 1996, pp 64-85
- HELLIER J., *Macroéconomie ouverte*, Puf, 1994.
- JACOUDG. , *La monnaie dans l'économie*, Nathan, 1994.
- MANKIW G., *Macroéconomie*, 3^{ème} ed. De Boeck University
- PATAT J.P., *Monnaie, système financier et politique monétaire*, ed. Economica, 2002.
pp 377-475
- RUFFINI P.B., *Les théories monétaires* , ed. Seuil, 1996, pp 217-227
- VATE M., *Leçon d'économie politique*, ed. Economica, 1999.

Encyclopédie et dictionnaire

- GREENWALD D., *Encyclopédie Economique*, ed. Economica , 1982
- FROIS G.A., *Dictionnaire d'économie*, ed. Dalloz, 2002

Rapports

- « Rapports économiques et financiers », Ministère de l'économie, des finances et du budget, années 2003 à 2007
- « Rapports annuels », Banque Centrale de Madagascar, années 2003 à 2008
- RAMSES 1990, *Le monde et son évolution* , Rapport de l'IFRI, Dunod 1989, p. 215

Polycopie

- P. ANDRIANOMANANA, *Economie Monétaire*, 3^{ème} année économie

WEBOGRAPHIE

- www.banquecentrale.mg
- www.instat.mg
- www.cream.mg
- www.mefb.gov.mg

Nom : **RABOANARISON RAMANAMISATA**

Prénoms : **Holiniaina Nasandratra Thérèse**

Titre : « *La politique monétaire en tant qu'instrument de stabilisation macroéconomique interne, cas de Madagascar : de l'année 2003 à 2008* »

Nombre de pages : **81**

Nombre de tableaux : **12**

Nombre de graphiques : **09**

Résumé :

A la veille de la crise de 2002, l'état de l'économie de Madagascar nécessite une intervention des autorités publiques dans le but de relancer l'activité. C'est dans ce cadre que la Banque Centrale de Madagascar a initié la politique monétaire expansionniste de 2003. L'économie commence alors à décoller et connaît une croissance économique acceptable, mais en parallèle subsiste une tendance inflationniste qui pénalise l'activité des agents économiques. Il a alors été décidé qu'une conduite de politique monétaire restrictive et prudente serait adéquate tant que subsistent ces tensions inflationnistes. De plus, la demande accrue de financement de la part de l'Etat entraîne les fluctuations des taux de rendement des titres publics et alimente ainsi le comportement de surliquidité bancaire, au détriment du financement du secteur privé. S'ajoute à cela une rentrée massive de devises due entre autre à la montée des investissements étrangers, menaçant la stabilité du taux de change. Maintien de la croissance modérée de l'offre de monnaie, contrôle de la liquidité bancaire par des interventions sur le marché monétaire, voilà les mots d'ordre de la politique monétaire de ces dernières années dans son optique de stabilisation interne.

Mots clés : Stabilisation interne, offre de monnaie, agrégats monétaires, taux d'inflation, taux d'intérêt, liquidité bancaire, réserves obligatoires, marché de la monnaie, appels d'offre, système bancaire, Banque Centrale, l'Etat.

Encadreur : **Monsieur RAKOTONDRADANO Claude**

Adresse de l'auteur : Ambohitrahaba, Cité Fraise logt n° 05 – Antananarivo 103