

UNIVERSITE ABDERRAHMANE MIRA DE BEJAIA



Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département des Sciences Economiques

## MEMOIRE

En vue de l'obtention du diplôme de  
MASTER EN SCIENCES ECONOMIQUES

Option : Economie Monétaire et Bancaire

### L'INTITULE DU MEMOIRE

**Efficacité des canaux de transmissions de la politique monétaire :  
Approche économétrique du canal de crédit**

**Préparé par :**

- M<sup>elle</sup> DJEMAI Ouarda
- M<sup>elle</sup> KERKOUR Cherifa Baya

**Dirigé par :**

**Mr MOUFFOK Nacer-Eddine**

**Jury**

Examineur 1 : Mr OUBASS

Examineur 2 : Mr RACHID Mohamed

Rapporteur : Mr MOUFFOK Nacer-Eddine

**Année universitaire : 2019/2020**

# *Dédicaces*

Je dédie ce modeste travail accompagné d'un profond amour :

A ma mère qui m'a arrosée de tendresse et d'espoir, qui ma bénie dans ses prières.

A mon père pour son sacrifice, son soutien et le goût à l'effort qu'il a suscité en moi.

A ma sœur, la prunelle de mes yeux, et mon petit frère pour leurs encouragements et conseils.

Au beau nuage qui est parti, et qui pleut encore dans mon cœur... ma grand-mère.

***Cherifa Baya***

C'est avec un plaisir incommensurable, que je dédie ce modeste travail.

D'abord à ma mère qui a été tout le temps à mes côtés, et qui m'a soutenue

à travers ses prières et sa bénédiction sans bornes.

Ainsi qu'à mon père pour son soutien et son sacrifice pour mon bien être.

A mes chers frères Hafid, Abdeslam et Youssef pour leurs encouragements.

Sans oublier toute la famille DJEMAI et la famille HAMMACHE.

***Ouarda***

# *Remerciements*

A l'issue du cycle de notre étude, nous tenons à remercier Dieu Le Tout Puissant de nous avoir montré le chemin.

Nos remerciements les plus sincères vont à :

Monsieur MOUFFOK Nacer-Eddine, pour tout le soutien et l'encadrement qu'il nous a donné.

Le corps enseignant administratif de la faculté des sciences économie, commerciales et sciences de gestion.

Nous remercions, enfin nos chers parents pour leurs conseils précieux tout au long de nos études.

## *Liste des abréviations*

**BA** : Banque d'Algérie.

**BC** : Balance Commerciale.

**BK** : Balance des Capitaux.

**BP** : Balance des Paiements.

**CD** : Certificat de Dépôt.

**EIT** : Endettement Intérieur Brut.

**LMC** : Loi sur la Monnaie et le Crédit.

**PIB** : Produit Intérieur Brut.

**PME** : Petites et Moyennes Entreprises.

**PNB** : Produit National Brut.

**TFF** : Taux des Fonds Fédéraux.

**TQM** : Théorie Quantitative de la Monnaie.

# *Sommaire*

<b>INTRODUCTION GENERALE</b> -----	<b>01</b>
------------------------------------	-----------

## **CHAPITRE I : CADRE THEORIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE**

Introduction-----	05
-------------------	----

<b>Section I : Ecoles de pensée de la politique monétaire .....</b> -----	<b>06</b>
---	-----------

<b>Section II : Les objectifs et les instruments de la politique monétaire</b> -----	<b>13</b>
--	-----------

Conclusion-----	26
-----------------	----

## **CHAPITRE II : LES CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE**

Introduction-----	27
-------------------	----

<b>Section I : Types des canaux de transmission de la politique monétaire</b> -----	<b>27</b>
---	-----------

<b>Section II : Le canal de crédit : une revue de la littérature théorique et empirique</b> -----	<b>37</b>
---	-----------

Conclusion-----	50
-----------------	----

<b>CONCLUSION GENERALE</b> -----	<b>51</b>
----------------------------------	-----------

Bibliographie-----	54
--------------------	----

Liste d'illustrations-----	57
----------------------------	----

Table des matières -----	58
--------------------------	----

Résumé

# **INTRODUCTION GENERALE**

La politique monétaire est une politique conjoncturelle, qui est considérée comme une pièce maîtresse de la politique économique. Elle se définit comme étant l'ensemble des moyens mis en œuvre par l'État, ou une autorité monétaire, pour agir sur une activité économique par la régulation de sa monnaie en fonction de l'intérêt général. Le fonctionnement de la politique monétaire est présenté à partir d'une grille d'analyse qui relie ses instruments à ses objectifs finals, qui pourraient être représentés par le fameux carré magique dont les quatre sommets sont : la stabilité des prix, la croissance économique, le plein d'emploi et l'équilibre extérieur.

La réalisation de ces objectifs passe par la transmission monétaire qui assure une liaison entre les sphères monétaire et réelle. Cette incidence sur l'économie se fait à travers différents canaux dont les effets allant des taux directeurs à la demande globale. On distingue ainsi trois canaux principaux qui mettent respectivement l'accent sur le rôle des taux d'intérêts, les prix des actifs, ainsi que les crédits.

En outre, traiter les mécanismes de transmission implique à considérer, au préalable, que la politique monétaire peut avoir des répercussions sur l'économie. Ce qui revient à rejeter la notion de neutralité de la monnaie, défendue dans de la théorie quantitative de la monnaie par Irving Fisher, où les classiques assuraient l'existence d'une dichotomie entre les sphères monétaire et réelle de l'économie, et en affirmant que la monnaie est un simple instrument dans les échanges, ce qui implique que la politique monétaire n'est plus efficace pour relancer l'activité économique.

Cependant, la neutralité de la monnaie chez les classiques a été remise en cause par la théorie keynésienne, suite à la crise de 1929 et le déséquilibre de plein emploi. Ainsi, Keynes a montré les limites de la théorie classique en affirmant que la monnaie n'est pas uniquement un voile, mais elle peut-être demandée pour elle-même, donc la monnaie est active pour lui. Après la deuxième guerre mondiale, les idées keynésiennes se sont développées en donnant à la politique monétaire le rôle d'accompagnement de la politique budgétaire (MVONDO, 2011, P.5). Toutefois, le développement du dérapage inflationniste intervenu dans les années soixante-dix a anéanti l'approche keynésienne ainsi que la courbe de Phillips (corrélation entre l'inflation et le chômage). Afin de résoudre ce problème, Milton Friedman, l'économiste rénovateur de l'école monétariste, montrait que la courbe de Phillips n'est plus valable qu'à court terme. Pour ce courant d'analyse, l'inflation a des causes uniquement monétaires.

Par le principe des rigidités nominales et d'asymétrie de l'information, la nouvelle école keynésienne confirme à nouveau le concept de la non-neutralité de la monnaie, ce qui fait que la monnaie possède des effets réels même en présence d'anticipations rationnelles.

Donc, la prise en considération de la corrélation entre les deux sphères monétaire et réelle est l'une des conclusions de l'histoire de la pensée économique. Cependant, il existe un grand consensus sur le fait qu'à long terme, la politique monétaire n'agit que sur l'inflation. Mais ces dernières années, il est à consentir qu'à court terme la politique monétaire peut avoir des effets sur l'activité réelle. L'approche retenue est donc la non-neutralité de la monnaie par laquelle des chocs sur la politique monétaire peuvent avoir des effets sur l'activité économique.

Toutefois, il est nécessaire de garantir que cette influence ne soit pas déstabilisatrice pour l'activité économique. Ce qui permet à la banque centrale d'identifier la façon dont s'exerce l'influence de ses décisions sur l'économie. Ceci semble possible à partir des canaux de transmission qui peuvent se réaliser par différentes voies qui ont pour effet d'affecter l'évolution des prix et la production. A travers cette politique, les autorités monétaires souhaitent aboutir à un environnement stable pour la croissance économique via la stabilité des prix. Pour y arriver, l'anticipation rationnelle des variations des prix par les agents économiques doit être faible pour que l'intervention des autorités monétaires soit plus facile, ce qui permettrait de contribuer à réduire l'inflation anticipée. Et afin de favoriser cette tâche, le suivi d'une règle de politique monétaire dans un cadre d'indépendance de la banque centrale vis-à-vis du pouvoir politique permet à la politique monétaire de maintenir ses objectifs. Pour cela, il existe plusieurs canaux transmettant les chocs de la politique monétaire à la sphère réelle. Il s'agit des chaînes de liaison entre les deux sphères. En effet, un canal de transmission se décompose en différents mécanismes de transmission faisant intervenir plusieurs variables entre le choc de la politique monétaire et ses cibles sur la sphère réelle. En réalité, la transmission monétaire n'est rien d'autre qu'un phénomène d'impulsion et de propagation le long d'une chaîne d'indicateurs économiques liant les deux sphères. Les bandes de transmission peuvent être le spread de terme, les conditions d'offre et de la demande de crédit, l'évolution des valeurs boursières et immobilières ou celle de la valeur externe de la monnaie. En d'autre terme; la littérature économique a identifié les canaux de transmission, dont on peut citer deux grands canaux traditionnels. Le canal du taux d'intérêt, qui véhicule les changements de la politique monétaire à l'investissement et la consommation, et le canal du taux de change qu'il confère une dimension internationale à la transmission monétaire. Les variations du taux de change modifient le coût d'une certaine relation commerciale sur la sphère réelle en fonction de la régulation de la valeur externe de la devise concernée. Avec le phénomène d'innovation financière, et suite à des doutes grandissant sur le canal du taux d'intérêt, qui semble maintenant plus direct à relancer l'activité dans les délais habituels.



Certains auteurs ont analysé le rôle du secteur bancaire dans cette chaîne de transmission, en intégrant la variable crédit dans cette analyse. Enfin, un autre canal est développé par la prise en compte des anticipations des agents économiques qui peuvent affecter la portée de chacun des différents canaux précédents.

Dans le cadre de ce travail, notre analyse sera focalisée sur les diffusions des effets de la politique monétaire à la sphère réelle, via le canal de crédit, dans la transmission monétaire. Elle peut se décrire de la façon suivante : une baisse du taux directeur entraîne une hausse de l'offre de crédit, ce qui accroît les dépenses d'investissement des agents économiques dépendants du crédit bancaire qui accentue la demande globale, et vice versa.

Cependant, l'importance relative d'un canal par rapport à l'autre varie d'une approche à l'autre. Selon l'approche keynésienne, les taux d'intérêt constituent un vigoureux mécanisme de transmission de la politique monétaire sur l'investissement et la consommation. Les monétaristes, inversement, ont tenu en plus des taux d'intérêt, les prix des autres actifs dans l'explication de la transmission monétaire. Par la suite, en tenant compte de l'asymétrie d'information, certains auteurs ont proposé d'ajouter un nouveau canal de transmission monétaire en mettant l'accent sur le rôle du crédit bancaire dans la transmission des effets de la politique de celle-ci. Toutefois, l'application des transmissions de la politique monétaire n'indique pas si leurs poids à court terme (à l'échelle microéconomique) est le même qu'à long terme (à l'échelle macroéconomique). De plus, l'efficacité de ces canaux varie d'une économie à l'autre et dépend de son niveau de développement. Le choix du canal résulte du type et de la nature de l'économie dans laquelle évolue la politique monétaire. Par exemple, dans une économie caractérisée par une forte implication des banques dans le financement, le canal de crédit sera mieux placé pour expliquer les effets de la politique monétaire (Bates, 2006, P 30). Cependant, Bernanke et Blinder ont constitué un modèle macroéconomique dénommé « modèle CC/LM », d'inspiration néokeynésienne, en reprenant le cadre analytique du modèle IS/LM standard, mais désormais avec un marché considéré imparfait en présence des asymétries d'information, en raison des frictions informationnelles sur le marché des capitaux et des crédits. L'hypothèse fondamentale retenue par ces auteurs est l'imparfaite substitution entre actif financier et monétaire. C'est-à-dire, les banques ne peuvent pas compenser une baisse de leurs dépôts par une diminution de leurs portefeuilles de titre. De même, les entreprises ne peuvent pas compenser une baisse de l'offre de crédit par une émission des titres sans subir un coût. Dans un modèle IS/LM, une politique monétaire restrictive entraîne une baisse de dépôts des banques suite à une baisse de leurs réserves, ce qui conduit les banques à vendre ces titres, provoquant ainsi une hausse des taux d'intérêt des banques. Cette

hausse des taux d'intérêt sur les titres aboutit à la diminution de l'investissement et dans le revenu. En revanche, dans un modèle CC/LM, la baisse des réserves déclenche une diminution de l'offre de crédit. Cette baisse entraîne, sur le secteur réel, un ralentissement du rendement net des investissements, ce qui conduit à une baisse supplémentaire du revenu. L'effet initial sera donc amplifié, puisque le crédit bancaire amplifie et propage les effets du taux d'intérêt traditionnel.

Par ailleurs, Bernanke et Blinder ont validé leur modèle empiriquement sur la base des données américaines. Dans le but de tester sa validité, plusieurs études ont été menées. La première étude concerne des tests sur des données macroéconomiques qui expliquent le lien entre variable monétaire et financière et variable réelle. La deuxième étude est basée sur des données plus fines, par l'analyse de l'imparfaite substitution entre titres et crédits. La totalité des résultats des études soutiennent fortement l'existence et l'efficacité du canal de crédit dans la transmission monétaire.

Acet égard, il nous semble pertinent de répondre à la problématique suivante :

### **Le canal de crédit est-il efficace dans la transmission des impulsions de la politique monétaire?**

La démarche suivie pour parvenir à notre objectif, consiste en une recherche documentaire basée sur des ouvrages, des revues, des thèses et des mémoires relatifs à notre thème au niveau de la bibliothèque de l'Université Abderrehmane Mira de Béjaïa, ainsi sur des sites internet. Nous avons également conçu un questionnaire qui devait être distribué à l'ensemble des banques de la commune de Bejaia, pour effectuer une enquête de terrain, mais malheureusement les circonstances sanitaires exceptionnelles que connaît le pays, et le monde, n'ont pas permis la réalisation de cette démarche.

En outre, pour répondre à notre problématique, notre travail sera subdivisé en deux chapitres. Dans le premier chapitre, nous procéderons à un rappel des différents concepts théoriques liés à la politique monétaire, en examinant le rôle de la monnaie dans l'économie, ainsi que les objectifs et instruments de la politique monétaire. Dans le deuxième chapitre, nous allons développer les différents canaux de transmission, en se focalisant sur le canal de crédit présenté dans le modèle de Bernanke et Blinder (1988), et analyser par la suite, les différentes études menées afin de tester sa validité dans la transmission des impulsions de la politique monétaire.

# **CHAPITRE I**

**Introduction**

Après la deuxième guerre mondiale, la politique monétaire n'occupait qu'une place modeste dans la politique économique, du fait que l'analyse économique de la monnaie a fait l'objet de beaucoup de débats, entre les principaux courants de la pensée économique, à savoir les classiques, les néoclassiques et les keynésiennes, sur sa nature d'une part, et son influence sur l'activité économique, d'autre part.

En effet, l'approche classique considère que la monnaie n'est demandée que pour ce qu'elle permet d'acquérir. Ainsi, les classiques expriment cette vision à travers ce qu'on appelle « **la théorie quantitative** ». En outre, ils établissent une dichotomie entre les variables monétaires et les variables réelles. L'intervention de l'Etat consistait à mettre en œuvre des mécanismes régulateurs permettant de maintenir le plein emploi en corrigeant l'insuffisance ou l'excès de la demande par la variation des dépenses publiques.

Il fallait attendre jusqu'aux années 70 pour que la politique monétaire commence à jouer un rôle primordial au sein de la politique économique. L'approche keynésienne vient contester la vision de la neutralité de la monnaie. Ainsi, selon cette approche, la monnaie peut être demandée pour elle-même, elle n'est pas détenue uniquement pour faire des transactions. Elle est également un instrument de réserve de valeur. Elle est active, au sens qu'elle exerce une influence significative sur la sphère économique. Cette évolution s'inscrivait dans un environnement où se sont produites la première crise pétrolière, une inflation forte et tenace et surtout l'ouverture croissante des économies aux échanges internationaux. Aujourd'hui la politique monétaire est considérée comme une pièce maîtresse de la politique économique. La mise en œuvre de la politique monétaire par les banques centrales est la seule en mesure de garantir la stabilité monétaire et des prix.

D'autres approches ont apporté des idées nouvelles sur le rôle de la monnaie dans l'économie. L'école monétariste et la nouvelle école néoclassique constituent les deux nouvelles approches. Pour les monétaristes, la monnaie est considérée comme active sur le court terme, au sens qu'elle exerce un impact significatif sur les variables réelles de l'économie. Sur le long terme elle est neutre. La nouvelle école néoclassique réactualise la thèse de la monnaie voile et nie toute possibilité d'action de la monnaie que ce soit à court terme ou à long terme.

A travers la politique monétaire, les autorités monétaires souhaitent réaliser des objectifs bien précis et dont il est difficile de les atteindre directement, ce qui les pousse à faire appel à des objectifs intermédiaires plus faciles à maîtriser.

Le présent chapitre tente, dans une première section, d'explicitier les apports théoriques en matière de politique monétaire. La deuxième section sera axée sur les objectifs finals et intermédiaires ainsi que les instruments de la politique.

## **Section I : Ecoles de pensée de la politique monétaire**

### **I-1/ Définition de la politique monétaire**

La politique monétaire représente l'ensemble des différents outils mis en place et en œuvre par une autorité monétaire, la banque centrale de chaque pays, afin d'influencer la conjoncture et l'activité économique en se basant sur la régulation de l'offre de monnaie. Elle est un instrument qui a pour mission de réaliser les objectifs du carré magique : la croissance, le plein emploi, la stabilité des prix et l'équilibre extérieur.

Pour J-L Bailly, la politique monétaire est « l'ensemble des actions développées par une banque centrale et / ou un gouvernement pour influencer le niveau d'activité économique et maintenir la stabilité des prix grâce à la régulation de la quantité et du coût de la monnaie ».

Et selon M. Delaplace, la politique monétaire peut être définie comme « des actions mises en œuvre par les autorités monétaires afin de procurer à l'économie la quantité de monnaie nécessaire à la poursuite de la croissance économique et la réalisation du plein-emploi tout en préservant la stabilité de la valeur de la monnaie au niveau interne (le niveau général des prix) et au niveau externe (taux de change) ».

D'après A. Bénassy, la politique monétaire est « l'art de manier les taux d'intérêt directeurs pour atteindre l'objectif de la stabilité des prix ».

Enfin, pour M. Montoussé et D. Chamblay, la politique monétaire désigne « l'action sur les variables économiques au moyen de la quantité de monnaie en circulation et des taux d'intérêt ».

### **I-2/ Les principales théories de la politique monétaire**

Il existe trois grandes écoles économiques qui proposent trois théories différentes de la politique monétaire :

#### **I-2-1/ La théorie classique**

##### **a) L'école de la Théorie quantitative de la monnaie (TQM)**

La théorie quantitative de la monnaie s'appuie sur les thèses de l'économiste *J.B. SAY* (1767-1832) qualifiées de loi des débouchés qui se résume par les formules suivantes : « l'offre crée sa propre demande » et « la dichotomie entre la sphère réelle et la sphère monétaire ».

Dans cet univers où l'équilibre est toujours réalisé, la monnaie ne peut être que neutre sur le plan de la production et des revenus. On en déduit une approche des phénomènes monétaires

qui met en avant la théorie quantitative avec ses deux formulations, celle d'Irving Fisher (1912), qualifiée d'équation des échanges de Fisher, et celle de Pigou et de Marshall (1917) connue sous le nom de l'équation de Cambridge.

### b) Equation des échanges de Fisher

Dans son ouvrage, " The Purchasing Power of Money " (pouvoir d'achat de la monnaie), Irving Fisher élabore la formalisation de la théorie quantitative de la monnaie intuitivement perçue par *J.BODIN* et formulée littérairement par *J B.Say* sous une forme Mathématique selon laquelle la valeur des biens échangés ( $P \times T$ ) est égale à la valeur de la monnaie fournie en contrepartie ( $M \times V$ ) :  $M \times V = P \times T$

Avec :

**M** : représente la masse monétaire.

**V** : la vitesse de la circulation de la monnaie, c'est à dire le nombre de fois qu'une unité monétaire est utilisée par unité de temps.

**P** : le niveau général des prix.

**T** : le volume de transactions globales dans une économie au cours d'une période donnée.

**MV** : flux monétaire.

**PT** : flux d'échanges.

La signification de cette formulation consiste à dire que toute variation de la masse monétaire implique une variation temporaire de la vitesse de circulation puis, au fur et à mesure que celle-ci retrouve son niveau d'équilibre, une variation des prix. Ainsi que tout accroissement de la masse monétaire supérieur à celui de la production réelle se traduira par un ajustement à la hausse de l'ensemble des prix.

Mais, l'équation de *FISHER* est toujours vérifiée sous deux hypothèses :

- *La première hypothèse suppose que la masse monétaire en circulation est une variable exogène, où le niveau est déterminé par les autorités monétaires.* Par conséquent, la seule variable endogène dans l'équation de Fisher est le niveau général des prix ;
- *La deuxième hypothèse suppose que V est stable, au moins à court terme, car elle dépend des habitudes de paiement des agents économiques et de données psychologiques invariables à court terme, et T est stable car les capacités de production sont utilisées à plein et ne peuvent varier à court terme.*

L'originalité de la démarche quantitativiste, et aussi sa limite, consistent dans le fait qu'après avoir fait apparaître la notion très importante de la vitesse de circulation de la monnaie ( $V$ ),

elle l'occulte en la supposant constante. Comme par ailleurs les débouchés de la production sont automatiquement assurés, celle-ci ne peut varier que si les capacités de production, salaire et capital, s'accroissent. Ainsi, on déduit qu'une variation de (M) n'agit que sur le niveau des prix.

En résumé, lorsque le volume des transactions (T) et la vitesse de circulation de la monnaie (V) ne se varient pas et restent fixes, une modification de la quantité de monnaie (M) provoque nécessairement une modification du niveau général des prix (P) dans le même sens. En conséquence, l'inflation est ainsi un phénomène d'origine monétaire.

### c) L'équation de Cambridge

L'école néoclassique s'est inspirée des bases théoriques de la conception classique. Elle est née avec la révolution marginaliste dans les années 1870. Cette école s'est constituée à partir des travaux de nombreux économistes tels que Stanley Jevons, Carl Menger, Léon Walras, Vilfredo Federico Pareto, puis viennent plus tard Arthur Cecil Pigou et Alfred Marshall, deux élèves de l'école Cambridge A.C Pigou et A. Marshall qui ont reformulé la théorie quantitative de la monnaie, sous une autre appellation « l'équation de Cambridge », en fonction de la demande de monnaie liée au revenu, qui s'inscrit comme suit :

$$Md = K \cdot P \cdot Y \text{ Ou encore : } Md / P = K \cdot Y ; \text{ sachant que: } k = 1/V$$

Avec :

**Md** : la monnaie demandée.

**Md / P** : les encaisses réelles, ou le pouvoir d'achat de ces encaisses.

**P** : le niveau général des prix.

**Y** : le revenu réel.

**k** : Le coefficient qui mesure la part du revenu réel que les agents économiques désirent garder sous forme de monnaie pour effectuer des transactions et détenir des encaisses de précaution afin de faire face à des dépenses imprévues.

Les néoclassiques adhérents aux principes des classiques selon lesquels la monnaie est toujours neutre et qu'elle remplit la fonction d'intermédiaire des échanges. Selon Léon Walras, le comportement des agents économiques n'est pas influencé par la monnaie, ce qui affirme que la monnaie est neutre. Tout de même, Arthur Cecil Pigou et Alfred Marshall, prolongent l'analyse classique de la monnaie. En plus de sa fonction d'intermédiaire des échanges (motif de transaction), elle est aussi un instrument de réserve de valeur.

La première forme de la fonction de demande énonce que l'encaisse nominale des agents (*Md*) est proportionnelle à leur revenu monétaire ( $P \cdot Y$ ), tandis que la seconde énonce que l'encaisse réelle des agents ( $Md/P$ ) est proportionnelle à leur revenu réel. Pour apporter des

explications, Pigou introduit ce qu'il appelle l'« effet d'encaisse réelle ». Celle-ci est déterminée par l'application du coefficient ( $k$ ) au revenu réel. Si l'offre de monnaie en circulation augmente et que le niveau général des prix reste inchangé, le pouvoir d'achat de la monnaie augmente. Ainsi, les agents économiques vont détenir des encaisses excédentaires par rapport à leurs encaisses d'équilibre initial, ce qui pousse les agents à dépenser davantage et la demande va augmenter.

En situation de plein emploi, la demande est toujours égale à l'offre, de sorte que  $M = M_d$ , donc l'offre ne peut s'accroître et dans ces conditions les prix vont augmenter. Cette hausse va réduire la valeur des encaisses réelles jusqu'au niveau où ils étaient initialement. Et d'une autre façon, Toute modification de ( $M$ ) a pour conséquence une modification des encaisses des agents économiques. Ces derniers cherchent alors à retrouver le niveau initial défini par ( $k$ ) en modifiant leur demande sur le marché des biens et services. En particulier, si ( $M$ ) s'accroît, les encaisses des agents augmentent au-delà de leurs besoins les incitant à augmenter leurs dépenses. Le niveau des prix s'accroît alors jusqu'à ce que les agents retrouvent, entre leur encaisse réelle et leur revenu réel, la proportionnalité désirée. Ce mécanisme est appelé « effet d'encaisse réelle de Pigou ».

En résumé, les classiques ont été convaincus de la dichotomie entre les sphères réelles et monétaires de l'économie. En conséquence, le niveau général des prix dépend directement et uniquement de la masse monétaire que la banque centrale doit contrôler l'évolution pour juguler l'inflation sans conséquences sur le niveau de l'activité économique. Ainsi, selon la théorie quantitative, la monnaie est neutre et n'agit pas sur le niveau de la production et des échanges. Par ailleurs, la neutralité de la monnaie chez les classiques a été remise en cause par la théorie keynésienne.

### **I-2-2/ La conception Keynésienne de la monnaie**

L'analyse keynésienne de la politique monétaire s'inscrit dans le cadre d'une critique adressée à la théorie néoclassique, et à surtout contesté la notion de la neutralité de la monnaie, et relie les deux sphères monétaire et réelle.

La crise de 1929 a constaté qu'il peut exister un équilibre de sous-emploi, qui critique la théorie classique qui n'admettait que l'existence d'un équilibre de plein-emploi. Pour faire face à l'incapacité des forces de marché, Keynes a montré la nécessité d'une intervention de l'état pour rétablir l'équilibre et accorder un rôle actif à la monnaie par la remise en cause du caractère de voile attribué à la monnaie par les classiques.

Pour les économistes néoclassiques, le niveau d'emploi se détermine sur le marché du travail par la confrontation entre l'offre et la demande. J.M.Keynes rejette l'idée que le marché du



travail puisse fonctionner d'une façon qui assure toujours son équilibre de plein emploi. En effet, pour lui, une réduction de la demande des biens et services fait baisser la demande de travail au niveau des entreprises. Ces dernières ne peuvent produire davantage en raison d'une demande insuffisante, ce qui les conduit à réduire leur niveau d'emploi et l'économie tend ainsi vers un « chômage involontaire ». Ce chômage ne s'explique pas par l'exigence d'un salaire supérieur au salaire d'équilibre. Les travailleurs qui étaient employés en situation de plein emploi sont toujours disposés à travailler au salaire actuellement payé au niveau des entreprises mais ne trouvent pas d'emploi, car les entreprises ne les embauchent pas, faute de débouchés. Ainsi, il ajoute que la baisse du salaire réduit le revenu et par conséquent la consommation des travailleurs baisse aussi. Le recul de la consommation déprime encore plus la demande globale, accentue la récession et conduit les entreprises à réduire l'emploi.

Pour Keynes, le niveau d'emploi n'est pas fixé sur le marché du travail, par contre il est fixé au niveau des entreprises. Cela veut dire que le niveau d'emploi est déterminé par le volume de production anticipé par les chefs d'entreprises. Il résulte directement du niveau global de la production qui lui-même résulte non pas sur la base de la demande réalisée, mais en fonction de la demande anticipée que Keynes appelle la « demande effective ». Cette dernière détermine le niveau de production, qui détermine lui-même le niveau d'emploi global ainsi que la décision d'embauche et de licenciement. Selon Keynes, il n'y a aucune raison pour que le volume d'emploi décidé par les entreprises, corresponde au plein emploi : « en cas d'insuffisance de la demande effective, la main d'œuvre est sous employée, en ce sens qu'il y a des hommes sans emploi désirant travailler pour moins que le salaire réel en usage ».

Le chômage est donc « involontaire » et s'explique par un niveau insuffisant de la « demande effective ».

En l'absence d'un mécanisme automatique susceptible de faire remonter la demande des biens et services, le marché du travail restera en situation d'équilibre, mais il s'agit d'un équilibre de sous-emploi. Seule une intervention de l'État, peut résorber le chômage par des mesures visant à augmenter et soutenir la « demande effective » susceptible de provoquer une hausse du niveau de la production et ainsi d'améliorer la situation de l'emploi et assurer le plein emploi. La principale politique sur laquelle Keynes met l'accent est la politique monétaire de relance. Donc, il faut créer de la monnaie afin de baisser les taux d'intérêts et encourager l'investissement ; elle s'avère utile pour corriger les déséquilibres.

Comme Keynes modifia la demande de monnaie classique par l'introduction du taux d'intérêt, la sphère monétaire et la sphère réelle sont des coups reliés, la monnaie donc n'est pas un voile, c'est une variable active dans la relance de l'activité économique. La variation de

la masse monétaire en circulation affecte le niveau des taux d'intérêt qui vont influencer la décision d'investissement des agents économiques ainsi que leur niveau de consommation. Si le taux d'intérêt diminue, l'incitation à investir sera grande. En ce sens, la dichotomie préconisée par les classiques est abandonnée par les keynésiens; le taux d'intérêt est déterminé dans la sphère monétaire et a des incidences sur les variables réelles de l'économie.

Pour John Maynard Keynes, la monnaie génère une « préférence pour la liquidité » et les agents économiques peuvent détenir de la monnaie pour elle-même et pas seulement pour effectuer des transactions. Donc la monnaie est détenue pour accomplir trois motifs afin d'expliquer cette préférence :

- Le motif de transaction pour faire face à des dépenses journalières, les besoins de la monnaie pour motif de transaction sont fonction de la variable du revenu qui s'écrit :  $M_t = L(Y)$  ;

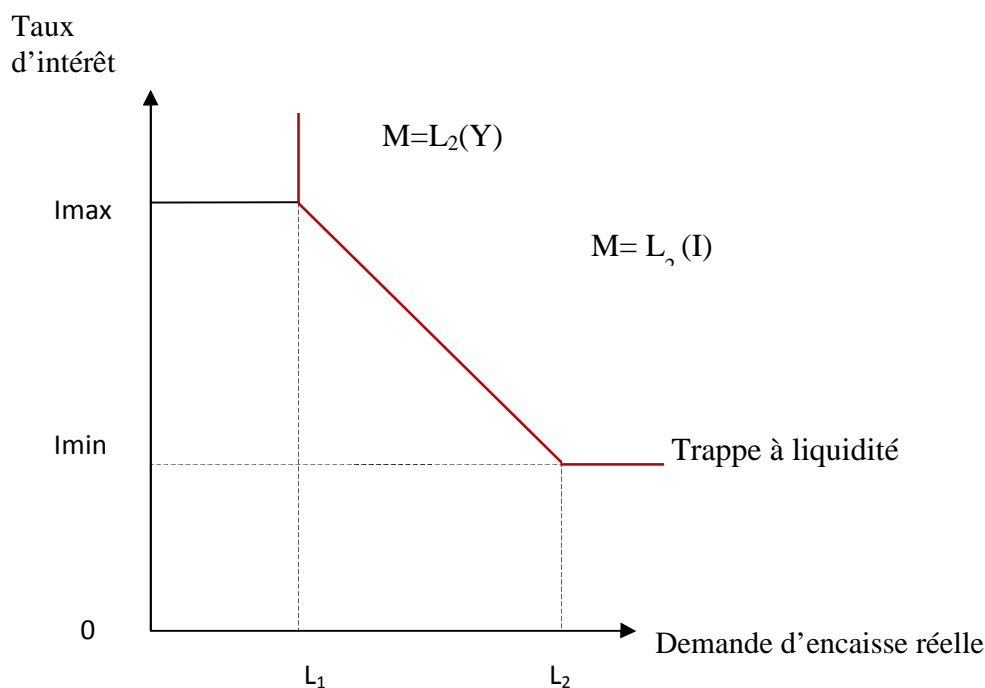
- Le motif de précaution : consiste à conserver l'argent liquide afin de faire face à des attentes imprévues ; la demande de monnaie pour motif de précaution est une fonction de la variable du revenu qui s'écrit :  $M_p = L(Y)$  ;

- Le motif de spéculation : consiste à conserver la monnaie pour réaliser des profits dans des opérations futures (placements sur le marché financier). L'encaisse de spéculation est influencée par le taux d'intérêt. Lorsque ce dernier est bas, les agents économiques anticipent une hausse ultérieure et une baisse du cours des titres anciens; ils devront alors être tentés de céder leurs titres contre de la monnaie augmentant ainsi leurs encaisses de spéculation. Inversement, si les taux d'intérêts courants sont élevés, le placement de l'argent devient plus avantageux car on ne peut qu'anticiper la hausse du cours des titres ; l'agent renonce ainsi aux liquidités en achetant des titres. La demande de monnaie pour motif de spéculation est une fonction décroissante du taux d'intérêt. Elle se présente ainsi :  $M_s = L_2(I)$ .

La fonction totale de demande de monnaie keynésienne est la somme de la demande de monnaie transactionnelle et la demande de monnaie spéculative. Elle est fonction de deux variables : le taux d'intérêt et le revenu. Elle se présente ainsi :  $(M^d / P) = L_1(Y) + L_2(I)$ .

Graphiquement, la fonction de demande de monnaie globale est présentée dans la figure ci-dessous :

Figure n° 01 : La demande totale de monnaie



Source : établie par nous-mêmes

La partie  $[0, L_1]$  mesure les encaisses de transaction détenues par les agents économiques quelque soit le taux d'intérêt et ceci pour un niveau du revenu donné.

Au-delà de  $L_2$ , la demande de monnaie détenue sous forme d'encaisse est infinie. Elle renvoie essentiellement à la « trappe à liquidité ».

Après la deuxième guerre mondiale, les gouvernements des pays industrialisés se basaient sur des politiques de gestion selon des grandes lignes et bases keynésiennes, pour bien mener leurs politiques économiques jusqu'aux années 1970 où l'augmentation de l'inflation et du niveau du chômage ne provoquent une crise économique majeure, ce qui a poussé les autorités à revoir leur politique économique en s'appuyant sur des politiques monétaires plus orthodoxes.

### I-2-3/ L'approche monétariste

Les années soixante-dix ont été marquées par le déclin de la macroéconomie keynésienne et le revive de la pensée néoclassique, ce qui a conduit au développement de la théorie monétariste, par lequel Milton Friedman est l'économiste rénovateur de ce courant de pensée. Il a récupéré et redonné un nouveau souffle à la TQM, du fait qu'elle estime que l'inflation est un phénomène monétaire.

Durant la phase keynésienne, les politiques macroéconomique étaient imprégnées pas les attentes de la courbe de Phillips, décrivant une corrélation négative entre le niveau du taux de chômage et le taux de l'inflation, une combinaison optimale entre ces deux paramètres est choisie par les autorités. Cependant, à la fin des années 1970, l'économie américaine ne répondait plus à cette logique, et c'est l'apparition de la « stagflation ». Il s'agit d'un phénomène économique caractérisé par une croissance de l'activité nulle, ou très faible, et une inflation qui s'accompagne par un taux de chômage élevé.

Milton Friedman a essayé d'expliquer cette situation en montrant que cette courbe n'est valable que pendant une période de courte durée, et qu'à long terme elle devient verticale.

Il existe un taux de chômage naturel à partir duquel l'inflation répondrait sensiblement. En menant une politique monétaire expansionniste, les différents agents économiques adoptent leurs anticipations constamment en fonction des informations disponibles, et par conséquent ils ne tombent dans le piège de l'illusion monétaire que temporairement le temps de réviser et adapter leurs anticipations. Cette logique était renforcée grâce aux succès réalisés en Allemagne et en Suisse dans la maîtrise de l'inflation.

Par ailleurs, la théorie monétaire à été durcie par un nouveau courant de pensée. Ce nouveau courant, basé sur les fondements des néoclassiques à contester la pensée keynésienne, s'appelle « les nouveaux classiques », à l'instar de Robert Lucas et Thomas Sargent.

Parmi les hypothèses qui fondent cette nouvelle économie classique, on trouve :

- ✓ Les agents économiques ont des anticipations rationnelles et ne font pas d'erreurs dans la formulation de leurs anticipations ;
- ✓ L'économie est toujours stable grâce à un mécanisme d'ajustement et d'adaptation de l'ensemble des prix ainsi que les salaires sur les marchés ;
- ✓ La politique monétaire ne peut être efficace à long terme, ce qui annule son effet.

## **Section II : Les objectifs et les instruments de la politique monétaire**

### **II-1/ Les objectifs de la politique monétaire**

La politique monétaire joue un rôle très important dans la réalisation de ces grands objectifs. Donc pour atteindre un but final, l'autorité monétaire doit s'appuyer sur des objectifs opératoires qui à leur tour permettent d'arriver à des objectifs intermédiaires.

Selon les théoriciens, nous tirons trois types d'objectifs à savoir<sup>1</sup> :

- Les objectifs finals
- Les objectifs intermédiaires

---

<sup>1</sup> OULD Henna Hadjer. (2017), « Performance de la banque centrale et efficacité de la politique monétaire en Algérie 1990-2004 », thèse de doctorat, université d'Oran 2, p 14.

➤ Les objectifs opérationnels

La banque d'Algérie est compétente en matière de définition de l'objectif de la stabilité des prix. A cet objectif il est nécessaire de suivre une stratégie de politique monétaire adéquate.

### **II-1-1/ Les objectifs finals, ultimes ou généraux**

#### **a) L'objectif de la stabilité des prix**

Malgré que la politique monétaire représente une composante de la politique économique, son objectif est de plus en plus centré autour de la stabilité monétaire dans le but de la réduction de l'inflation et de la prévention du pouvoir d'achat de la monnaie ; la lutte contre l'inflation est bénéfique pour la croissance et donc pour l'emploi.

Pour lutter contre cette inflation, la Banque d'Algérie (BA) fait appel à l'instrumentation monétaire contenue dans la politique monétaire tel qu'il est exprimé dans l'article 62 de la Loi sur la Monnaie et le Crédit (LMC) : «Le Conseil fixe les objectifs monétaires, notamment en matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédit et arrête l'instrumentation monétaire».

Ainsi, la politique monétaire s'est vue donné la stabilité des prix comme l'objectif prioritaire. Il a été constaté qu'elle est mieux armée pour limiter la hausse de l'inflation que pour impulser une action de relance de la demande, et que des taux d'intérêts trop bas provoquent des sorties de capitaux, créant ainsi des crises de taux de change. Donc, il est important de lui assigner des objectifs limités et constants.

En général, les autorités monétaires, retiennent trois indicateurs dans la définition de la stabilité monétaire : les prix, les taux d'intérêt et le taux de change. L'objectif est d'avoir un taux d'inflation acceptable, car un taux d'inflation nul n'est pas toujours le meilleur à long terme. Une politique jugée trop laxiste aux yeux des marchés peut provoquer une hausse des taux d'intérêts à long terme, correspondant à une prime de risque demandée par les épargnants afin de se prémunir de toute perte liée à la montée future de l'inflation.

Donc, la stabilité des prix doit être l'objectif principal à long terme, et chercher à l'atteindre à court terme à tout prix peut conduire à une trop forte variabilité de la production. Si les autorités monétaires ont accordé une importance à la stabilité des prix, c'est parce qu'elle contribue à l'amélioration du niveau d'emploi et donc à la relance de l'activité économique et à l'augmentation des niveaux de vie.

De manière générale, on peut résumer les avantages de la stabilité des prix selon les six points suivants<sup>2</sup> :

- Améliorer la transparence au niveau des changements des prix relatifs (les agents identifient mieux les changements des prix sans être perturbés par des fluctuations au niveau global des prix) ;
- Réduire, dans les taux d'intérêt, la prime de risque sur l'inflation (les prêteurs n'exigeront pas une augmentation de la prime lorsque les prix sont stables) ;
- Eviter de détourner les ressources des emplois productifs pour se prémunir contre l'inflation (c'est-à-dire, le stock des biens réels puisqu'ils constituent une meilleure réserve de valeur) ;
- Réduire les distorsions introduites par les systèmes fiscaux et de sécurité sociale (en l'absence d'indexation sur le taux d'inflation, des taux d'imposition et des cotisations sociales) ;
- Accroître les avantages de la détention d'espèces (l'inflation pénalise cette détention) ;
- Prévenir les redistributions arbitraires de la richesse et des revenus (par exemple, les effets de redistribution des créanciers vers les débiteurs).

#### **b) L'objectif du plein emploi**

On parle de plein emploi, lorsque les facteurs de production disponibles dans une économie sont utilisés d'une manière la plus efficiente et la plus efficace possible. Il est évolué à partir du taux de chômage en pourcentage de la population active. Ainsi, le plein emploi est réalisé si l'ensemble de la population qui le désire occupe un emploi. Dans ce cas, le taux de chômage est nul. Il ne peut pas exister du fait de l'existence d'un chômage frictionnel, qui se produit lors du changement de l'emploi, déclin d'une branche d'activité ou d'une région particulière.

L'objectif recherché par l'Etat est de résorber le chômage en favorisant la création de plus de postes d'emploi, soit d'une façon directe ou indirecte. Ainsi, on considère que le plein emploi est atteint lorsque l'emploi exprime l'égalité parfaite entre l'offre et la demande de travail.

#### **c) L'objectif de la croissance économique**

Étymologiquement, le terme croissance vient du mot latin *crescere*, qui signifie croître, grandir, ou le développement progressif d'une chose. Ainsi, nous pouvons expliquer l'objectif de la croissance économique comme étant un effet de stimulation du développement de la

---

<sup>2</sup> GAUDRON Pascal, LE CARPENTIER- MOYAL Sylvie. (2006), *Economie monétaire et financière*, édition Economica, Paris, p. 306.

production et du revenu national qui permet de garantir une amélioration du bien être des individus. Donc, une croissance économique exprime un passage d'un niveau bas de production à un niveau élevé.

Egalement, la croissance économique désigne l'évolution annuelle, exprimée en pourcentage, du P.I.B. (Produit Intérieur Brut), qui garantit à priori le niveau de vie et de l'emploi. Elle est, à travers ses bienfaits qui apparaissent évidents, un objectif primordial pour toute politique économique, soit directement ou indirectement. De ce fait, l'Etat cherche à promouvoir une forte croissance durable qui garantie l'amélioration du bien-être.

En Economie, l'utilisation de tous les facteurs de production disponibles (travail, capital, ..) est indispensable en les affectant à l'emploi, ce qui peut permettre l'atteinte d'une meilleure productivité ainsi qu'une meilleure allocation des ressources.

#### **d) L'objectif de l'équilibre extérieur**

Le concept d'équilibre extérieur désigne le fait d'avoir un équilibre entre les entrées et les sorties de biens, des services des revenus et des capitaux. A court terme, l'objectif est essentiellement le maintien d'un niveau « satisfaisant » de réserves de change (or, devise). Par contre, à long terme, l'objectif peut prendre des formes diverses, telles que l'augmentation des exportations, ou encore une modification de la structure régionale des exportations.

De là, la notion d'équilibre extérieur désigne l'aspect de la Balance des Paiements (BP) et celui du marché des changes qui constituent les deux aspects d'un même problème. Cet équilibre est atteint dans le cas où la Balance des Capitaux (BK) est égale à la Balance Commerciale (BC), ou encore lorsque le solde de la balance des capitaux est l'inverse du solde de la balance commerciale. De ce fait, on peut résumer l'équilibre par la fonction suivante : **BP = BK + BC.**

On constate donc que l'équilibre extérieur est mesuré par le solde de la balance des paiements en pourcentage du PIB ; l'Etat cherche toujours à avoir l'équilibre entre les entrées et les sorties des biens et celles des revenus et des capitaux avec le reste du monde.

#### **II-1-2/ Les objectifs intermédiaires ou spécifiques**

Les objectifs intermédiaires sont des variables monétaires dont les autorités monétaires utilisent comme étant une cible permettant de renforcer le contrôle monétaire. Ainsi, un objectif final ne peut être réalisé sans tracer des objectifs intermédiaires.

En effet, les autorités monétaires sont appelées à agir sur un certain nombre de variables, pour aboutir à la réalisation des objectifs finals, puisqu'elles ont le pouvoir de les fixer, en intervenant sur le marché monétaire.

Les objectifs intermédiaires s'articulent de manière satisfaisante entre les instruments de la politique monétaire et ses objectifs finals. En somme, comme le définit Descamps(1997), «l'objectif intermédiaire est un point d'application des instruments de la politique monétaire au service d'une cause plus générale : la réalisation des objectifs finaux ou ultimes de la politique économique ».

Dans la théorie économique ainsi que pratique des grandes banques centrales, les objectifs intermédiaires sont des variables qui mesurent des quantités ou des prix, elles sont énumérées en trois sortes<sup>3</sup> :

- Les objectifs quantitatifs ;
- Les taux d'intérêt ;
- Les taux de change.

Un objectif intermédiaire doit remplir les trois conditions suivantes<sup>4</sup> :

- Il doit avoir un caractère prédictif. Son évolution est censée contribuer à la maîtrise des évolutions de l'objectif final;
- Son évolution doit être contrôlable par les autorités monétaires aux moyens des instruments dont celles-ci utilisent ;
- Il doit enfin être simple et facile à comprendre par le public, c'est-à-dire lisible par tous les acteurs économiques.

Le choix de l'objectif intermédiaire qui va être suivi par les autorités monétaires dépend essentiellement de deux séries de facteurs<sup>5</sup> :

- **Le contexte institutionnel** : par exemple, lorsque l'intermédiation bancaire est le principal circuit de financement de l'économie, alors un agrégat mesurant le crédit bancaire peut apparaître comme meilleur objectif intermédiaire ;
- **Le cadre théorique de référence** : lorsque la doctrine monétariste s'est imposée à partir de la fin des années soixante-dix, la plupart des pays industrialisés ont retenu la masse monétaire comme objectif intermédiaire.

### II-1-2-1/ Les objectifs quantitatifs (la croissance des agrégats monétaires et de crédit)

La maîtrise de la croissance de la masse monétaire constitue l'un des objectifs privilégiés des monétaristes. Pour qu'une croissance soit équilibrée, il faut que la quantité de monnaie

---

<sup>3</sup> OULD HENNIA Hadjer. (2017), « Performance de la banque centrale et efficacité de la politique monétaire en Algérie 1990-2004 », thèse de doctorat université d'Oran 2, p 19

<sup>4</sup> LES MOMBRE DU GROUPE XI. « Objectifs et instruments de la politique monétaire de la BCEAO », document en ligne disponible à l'adresse : [https://www.academia.edu/18086306/OBJECTIFS\\_ET\\_INSTRUMENTS\\_DE\\_LA\\_POLITIQUE\\_MONETAIRE\\_DE\\_LA\\_BCEAO\\_1](https://www.academia.edu/18086306/OBJECTIFS_ET_INSTRUMENTS_DE_LA_POLITIQUE_MONETAIRE_DE_LA_BCEAO_1), p 07. Consulté le 19 mars 2020.

<sup>5</sup> DOMINIQUE Plihon. (2004), *La monnaie et ses mécanismes*, 4<sup>ème</sup> édition, la découverte, Paris, p 87.



disponible soit égale aux besoins de la production et de l'échange des produits, donc il est indispensable de connaître le volume des moyens de paiement disponibles, c'est-à-dire les agrégats monétaires.

#### a) Les agrégats de monnaie

Représentent plusieurs concepts allant des actifs plus liquides au moins liquides, et du plus étroit au plus large avec quatre ensembles : **M1, M2, M3 et M4**.

Ces agrégats monétaires sont très utiles dans leurs analyses, alors que ce sont des cibles que les autorités monétaires tentent de contrôler,

Le contrôle de la masse monétaire nécessite de surveiller non seulement les moyens de paiement liquides, mais aussi la masse d'actifs rapidement mobilisés (compte épargne, devises, peuvent rapidement se transformer en moyen de paiement liquide (M1)). De ce qui précède, la banque centrale conçoit, définit, calcule, publie, et surtout contrôle l'évolution des différents agrégats, donc elle ne doit pas se contenter de surveiller uniquement la masse monétaire au sens strict (M1) mais doit veiller toujours sur le contrôle et la surveillance de la variation de tous les autres agrégats de monnaie pour que son action soit efficace.

#### b) Les agrégats de crédit

Les agrégats de crédit concernent l'actif du système financier, qui peut être exprimé par la manière du financement de l'économie « comment qu'on finance l'économie ? ». Ces agrégats transmettent l'effet de la politique monétaire sur l'objectif final à travers le crédit bancaire. Cependant doivent être distingués deux types d'agrégats de crédit :

➤ **Le crédit intérieur total** : ou ce qu'on appelle « Endettement Intérieur Total » (EIT), qui représente l'ensemble des sources d'endettement des résidents provenant :

- Du déficit budgétaire ;
- Des concours à l'économie des établissements de crédit ;
- Enfin, du recours des entreprises non financières aux emprunts sur les marchés de capitaux.

➤ **Le crédit interne** : il ne rassemble que les seuls crédits distribués par les établissements de crédit qui gèrent les liquidités composant les agrégats monétaires, Cet agrégat de crédit, nous pouvons l'appeler aussi « agrégat étroit du crédit », il s'agit du financement monétaire de l'économie, et avec une création excessive de monnaie ; ce type de financement conduit sans doute à une situation d'inflation.

Pour diminuer cette inflation, la banque centrale doit baser son contrôle sur l'agrégat large de crédit (EIT), les partisans de ce parcours voient que c'est la source de financement que les autorités monétaires peuvent maîtriser pour réaliser leur objectif de stabilité.

**II-1-2-2/ Objectif du taux d'intérêt**

Un taux d'intérêt désigne le prix de l'argent prêté par une institution financière ou un agent non financier à une autre institution financière ou à un autre agent non financier. Les modes de fixation des taux changent avec les modalités de l'opération. Ces taux d'intérêts sont utilisés comme objectif intermédiaire pour prévaloir un niveau de taux d'intérêt attractif pour accroître l'épargne, ou l'investissement.

Selon Keynes, utiliser un niveau faible de taux d'intérêt accroît l'investissement et par contre, un taux d'intérêt élevé réduit l'investissement. Ainsi, les autorités monétaires cherchent à stimuler l'investissement, alors qu'ils optent pour un taux d'intérêt bas, et l'augmentent en cas de recherche de plus d'épargne.

Par contre, les monétaristes ne partagent pas la même conception keynésienne de détermination du taux d'intérêt. Selon eux, elle dépend de la loi de l'offre et de la demande sur le marché monétaire et sur le marché des biens et services ; cette stratégie est utilisée uniquement dans une économie libéralisée.

En théorie, une hausse de taux d'intérêt est souvent associée à une politique monétaire plus restrictive, et une baisse des taux d'intérêt à une politique inverse (expansive).

L'objectif intermédiaire du taux d'intérêt permet aussi d'agir sur la liquidité bancaire, cela peut être un outil de diminution ou de hausse de l'épargne, c'est-à-dire une augmentation ou une diminution de l'investissement.

En effet, il existe plusieurs taux d'intérêt parmi lesquels on distingue les taux du marché des capitaux et les taux pratiqués par les institutions financières. De ce fait, on trouve sur le marché des capitaux des taux d'intérêt à court terme (taux du marché monétaire) et des taux d'intérêt à long terme (taux du marché financier). En ce qui concerne les taux pratiqués par les institutions financières, on distingue les taux créditeurs (pratiqués à l'épargne, dépôts de la clientèle). Par conséquent, l'action de la banque centrale sur les taux d'intérêt a pour but d'influencer les stratégies des établissements de crédit dans leur mode de financement, et à pousser les agents non financiers à modifier leur demande de crédit.

**II-1-2-3/ Objectif du taux de change**

Dans ce cas là, il s'agit d'éviter les effets pervers des augmentations du taux de change de la monnaie nationale. Le taux de change selon l'économiste Stieglitz, peut être défini comme étant le taux auquel une devise peut être échangée contre une autre.

D'une manière générale, nous notons que dans une économie qui est de plus en plus ouverte sur l'extérieur, le taux de change est de plus en plus considéré comme étant un objectif

intermédiaire. Les banques centrales possèdent une grande volonté pour lutter contre l'inflation, qui a donné un nouveau fondement à l'utilisation du taux de change comme étant un objectif intermédiaire.

Comme nous le savons, l'inflation peut avoir des origines externes « l'inflation importée ». Dans ce sens là, les autorités monétaires doivent mettre l'accent sur le taux de change pour lutter contre ce phénomène, donc le taux de change possède un effet d'équilibre entre les importations et les exportations. Ainsi, il constitue l'un des principaux objectifs intermédiaires avec lequel la politique monétaire influence le niveau d'activité, or l'inflation est un obstacle de son développement. Lorsque le taux d'intérêt baisse, il y'a une sortie des capitaux, le taux de change augmente. Lorsque le taux d'intérêt est élevé, cela attire les capitaux et rend difficile le contrôle de la masse monétaire. Par conséquent, les objectifs intermédiaires de taux de change et de taux d'intérêt sont souvent jugés incompatibles.

### **II-1-3/ Les objectifs opérationnels**

Ces objectifs sont à l'origine des variables «indicatrices» qui nous indiquent sur l'état de la politique monétaire d'un pays. Et pour atteindre les objectifs intermédiaires, les autorités monétaires peuvent agir sur des objectifs opérationnels, c'est-à-dire des variables qu'elles peuvent contrôler directement tel que le taux de réescompte. En la matière, deux variables sont possibles : la base monétaire et le taux de l'argent au jour le jour.

Deux séries de raison amènent les autorités monétaires à utiliser ces objectifs<sup>6</sup> :

- Les variables retenues comme objectifs intermédiaires ne donnent pas une mesure assez précise et rapide du caractère plus au moins restrictif de la politique monétaire. Ainsi, les agrégats monétaires sont de plus en plus difficiles à mesurer et son évolution n'est pas contrôlée avec précision par les autorités monétaires ;
- Les autorités monétaires peuvent avoir besoin d'envoyer des signaux rapides, clairs et précis aux opérateurs et aux marchés sur le sens de leur politique. Ce rôle d'objectif opérationnel est joué le plus souvent par les taux d'intérêt à court terme, car ils permettent, en général, de déterminer le caractère plus au moins restrictif de la politique monétaire.

### **II-2) Les instruments de la politique monétaire**

Après avoir déterminé un certain nombre d'objectifs (finaux, intermédiaires, et opérationnels) les autorités monétaires procèdent par la mise en place des moyens qui vont leur permettre de

---

<sup>6</sup>Idem, p 88

réaliser les objectifs tracés. Ce sont ces moyens que nous qualifions d'instruments de politique monétaire.

Pour atteindre ses objectifs, les autorités monétaires disposent de plusieurs instruments d'interaction sur la masse monétaire, il s'agit des variables qui sont directement ou indirectement sous le contrôle de la banque centrale, donc cette dernière dispose d'une panoplie d'instruments pour atteindre des objectifs tracés. Nous assistons à deux grands types d'instruments :

- Les instruments directs,
- Les instruments indirects.

### **II- 2-1/ Les instruments directs (instruments quantitatifs)**

Sont étroitement liés aux économies dont les marchés financiers sont peu développés ; le financement de l'économie se fait principalement par le crédit bancaire. Nous distinguons l'encadrement du crédit ainsi que la sélectivité des crédits.

Dans cette catégorie d'instruments, les autorités monétaires agissent directement sur la quantité de crédit qui est accordée à l'économie par l'encadrement et la sélectivité des crédits.

#### **II-2-1-1/ L'encadrement du crédit**

C'est une technique qui constitue le moyen le plus direct et le plus strict pouvant être utilisée par la banque centrale. L'encadrement du crédit permet d'atteindre un double objectif : limiter, par voie réglementaire, la progression totale des financements de l'économie ainsi que celle de la contrepartie essentielle de la création monétaire, les crédits bancaires en l'occurrence. Cet instrument permet d'agir directement sur le volume des crédits distribués par les banques et donc sur la masse monétaire. Il s'agit pour la banque centrale de fixer, de manière administrative, des limites à la progression des crédits bancaires, pouvant se matérialiser sous forme de normes et pourcentages de progression autorisée durant l'année. La répartition administrative se fait à partir du taux de croissance de la masse monétaire souhaitée et d'en déduire la croissance de la contrepartie.

Mais, ce moyen d'action directe de la politique monétaire, et qui a été abandonné par de nombreux pays, possède des inconvénients dans la mesure où il entrave la concurrence bancaire en empêchant les banques de développer leur part de marché et /ou en freinant l'activité des entreprises dynamiques pour soutenir des activités en difficulté.

#### **II-2-1-2/La sélectivité des crédits**

C'est une mesure qui consiste à limiter les crédits en influençant leur destination, c'est-à-dire mieux orienter les crédits vers les zones et secteurs jugés plus prioritaires en appliquant des taux bonifiés des avantages fiscaux et /ou financiers et des fonds de garantie. Toutefois, si

cette action peut être utile en matière de politique économique en favorisant le développement de certains secteurs, en matière de politique monétaire elle ne permet pas de contrôler la croissance de la quantité de monnaie en circulation.

### **II-2-2/ Les instruments indirects**

Sont étroitement liés aux économies dont les marchés financiers, les marchés monétaires, et les marchés de change sont suffisamment développés, et donc le financement de l'économie se fait principalement par le recours à ces marchés et secondairement par le crédit bancaire. C'est-à-dire, ce type de financement se fait à partir des instruments indirects qui sont le réescompte et l'open Market.

Dans cette catégorie d'instruments, les autorités monétaires cherchent à agir sur la liquidité bancaire de manière à influencer les taux d'intérêt à court terme ainsi que le pouvoir de création monétaire des banques.

L'action de la banque centrale sur la liquidité monétaire et les taux d'intérêt se fait à partir de deux manières : par le réescompte, c'est-à-dire le refinancement en créant plus ou moins de monnaie centrale, ou par les réserves obligatoires en incitant les banques commerciales à détenir plus ou moins de monnaie centrale.

Les instruments se différencient selon les pays et les époques, mais une certaine convergence existe dans les pratiques, alors nous distinguons l'action sur la liquidité bancaire, le contrôle des crédits distribués par les banques et l'action sur le taux de change.

### **II-2-2-1/ Les réserves obligatoires**

Les réserves obligatoires sont un instrument de la politique monétaire, qui représentent un stock de « monnaie banque centrale » dont dispose une banque déterminée au niveau de la banque centrale<sup>7</sup>. Elles sont donc constituées par les billets de la banque qu'elle a dans ses caisses et, surtout, par ses dépôts à la banque centrale. Également, elle est définie par l'économiste Stieglitz, en 2000, comme étant « le niveau minimum de réserve que les banques sont contraintes de maintenir disponible ou déposer auprès de la banque centrale ». Ainsi, toutes les banques centrales obligent ses banques commerciales à détenir une part de leurs dépôts auprès d'elle en termes des réserves. Ces réserves servent comme étant une garantie contre les demandes massives de retrait de billets par les clients en cas de défaillances du système financier.

Les réserves obligatoires sont calculées soit sur la base des exigibilités, soit sur la base des concours. Elles remplissent trois fonctions :

---

<sup>7</sup> JAFFRE Philippe. (1996), *Monnaie et politique monétaire*, 4<sup>ème</sup> édition, ECONOMICA, Paris, p.115.

- Instrument de régulation du marché de la monnaie banque centrale en influençant à la fois les quantités et les taux pratiqués, une hausse du taux provoque une demande nette de liquidité de la part des banques ;
- Instrument de la modération de la création monétaire en provoquant un renchérissement des ressources des banques ;
- Facteur d'information quant aux choix de politique des autorités monétaires ; toute modification de dépôt ou variation de taux apparait comme un indicateur des orientations générales de la politique monétaire.

### II-2-2-2/ Le taux de réescompte (la politique de refinancement)

Le réescompte a été pendant très longtemps l'instrument privilégié des banques centrales pour le réglage de la liquidité bancaire<sup>8</sup>. Par ce mécanisme, les banques ordinaires sont dans la mesure d'emprunter directement des liquidités à la banque centrale, c'est le réescompte d'effet par la banque des banques. Donc, les banques se refinancent auprès de la banque centrale, c'est-à-dire qu'elles ne sont pas obligées de passer par le marché monétaire.

Dans la mesure où une banque aura besoin de monnaie banque centrale, elle demande à la banque centrale de réescompter les effets (traite, lettre de change, billet à ordre) qu'elle a déjà escompté à ses clients à un prix, c'est ce prix là que nous appelons « le taux de réescompte ». Ce taux est considéré comme étant un taux directeur vu que la plupart des autres taux d'intérêt sont liés à ce taux et varient suite à sa variation, parmi ces taux on peut citer par exemple les taux appliqués par les banques à leurs clients, et les taux appliqués par les clients aux autres.

La politique d'escompte repose sur deux instruments : le plafond d'escompte et le taux d'escompte. Le premier vise un effet quantité et le second un effet prix :

- **L'effet quantité** : les banques ordinaires peuvent créer de la monnaie lorsqu'elles octroient certains crédits, mais dans le cas où elles sont déficitaires et ne peuvent pas faire face aux besoins de leur clients, elles font appel à la banque des banques par la technique de réescompte, sachant qu'elle ne donne pas lieu à une création monétaire mais juste la substitution de monnaie centrale à la monnaie banque commerciale. Par ailleurs, la banque des banques peut appliquer un plafond de réescompte limitant le montant de refinancement accordé aux banques commerciales pour que l'émission monétaire soit limitée par ces dernières ;

---

<sup>8</sup>Idem, p 110.

- **L'effet prix** : lorsque la banque centrale offre ou demande des effets, elle fait en même temps varier le prix d'équilibre du marché. En provoquant des modifications de cours, elle fait varier les rendements des titres concernés et par conséquent le taux du marché.

Le taux de réescompte est le principal taux déterminé préalablement par la banque centrale suivant ses objectifs tracés. Il constitue le taux officiel de refinancement des banques commerciales auprès de la banque des banques, c'est le taux directeur qui oriente l'ensemble des autres taux.

Mais, cet instrument présente des limites. Il ne permet pas aux autorités monétaires de contrôler la quantité de monnaie en circulation, car elles sont passives et ne peuvent pas refuser de réescompter des créances.

Cependant, la politique du taux de réescompte comporte quelques inconvénients, à savoir :

- C'est un système qui représente une procédure automatique, à la seule initiative des banques. Autrement dit, l'institut d'émission ne peut refuser de réescompter une créance bancaire éligible. On parle d'ailleurs « de guichet de l'escompte » pour montrer l'existence d'un libre accès au refinancement de la banque centrale ;
- Il est caractérisé par la relative rigidité de son taux d'intérêt. Quand il existe une demande de refinancement, la banque centrale ne peut agir que sur le coût de ce qui contraint la banque centrale à ne le modifier qu'à intervalles assez éloignés.

Malgré cela, le réescompte garde un certain nombre d'avantages. Il est pour l'intermédiaire financier un instrument de taux.

### **II-2-2-3/ L'open Market**

Cette pratique est d'origine anglo-saxonne. Elle est une technique d'intervention de la banque centrale sur le marché monétaire par l'achat et la vente des titres, qui sont en général des titres publics.

Ce marché permet aux banques de trouver facilement des liquidités nécessaires à leur financement. La banque centrale n'a pas un grand rôle sur le marché ouvert, mais elle peut y intervenir pour resserrer ou élargir les trésoreries des banques.

Cette technique a un effet sur le montant de liquidité en circulation et sur le montant des titres détenus par la banque centrale. Lorsqu'elle opte pour l'achat des titres, elle veut augmenter la liquidité des banques, ce qui pousse les taux à baisser. Inversement, dans le cas de vente des titres publics, cela consiste à réduire la liquidité des banques ordinaires, et les taux vont augmenter.

L'efficacité de cet instrument repose sur le fait que toute opération d'achat ou de vente conduit à une variation du taux du marché monétaire, ce qui permet à la banque centrale de mieux contrôler la masse monétaire et de suivre l'activité du système bancaire.

L'achat ou la vente des obligations d'Etat permet à la banque centrale de réduire ou d'augmenter les réserves bancaires. Cette opération constitue l'instrument privilégié pour les banques centrales dans les pays développés<sup>9</sup>.

#### II-2-2-4/ Les taux directeurs (les facilités permanentes)

C'est une mesure, où la banque centrale joue sur les taux directeurs qui sont destinés à fournir ou retirer des liquidités au jour le jour, à indiquer l'orientation générale de la politique monétaire et à encadrer les taux du marché au jour le jour. Les variations de ces taux modifient le comportement des banques. Et ces taux ne donnent pas lieu à des opérations de marché, elles sont réalisées dans le cadre de relations bilatérales entre la banque centrale, qui fixe les conditions, et un établissement de crédit, qui en a l'initiative.

**Tableau n° 1 : Synthèse d'objectifs et instruments de la politique monétaire**

<b>Instruments</b>	<b>Objectifs opérationnels</b>	<b>Objectifs Intermédiaires</b>	<b>Objectifs Finals</b>
<b>Instruments directs</b> ➤ Encadrement du crédit ➤ Sélectivité du crédit	- Taux du marché interbancaire - Base monétaire exogène	- Objectifs quantitatifs : ➤ Agrégats monétaires ➤ Agrégats de crédit - Taux d'intérêt - Taux de change	- Stabilité des prix - Plein emploi - Croissance économique - Equilibre extérieur
<b>Instruments indirects</b> ➤ Réserves obligatoires ➤ Réescompte ➤ Open Market ➤ Taux directeurs			

Source : établi par les auteurs

<sup>9</sup>OULD Henna Hadjer. (2017), « Performance de la banque centrale et efficacité de la politique monétaire en Algérie 1990-2004 », thèse de doctorat université d'Oran 2, p 29



**Conclusion**

Dans ce chapitre, on a présenté de façon théorique les différents concepts de la politique monétaire, ce qui nous a permis de constater son intérêt dans toute politique économique de relance ou de stabilité économique pour un pays. Ainsi, cette politique a pour but de réaliser, en général, les objectifs de la politique économique : la stabilité des prix, une croissance économique, le plein emploi et l'équilibre extérieur. Elle est menée par une banque centrale qui possède une multitude de moyens permettant d'atteindre les objectifs finals définissant d'abord les objectifs intermédiaires et opérationnels.

En général, l'assignation de l'objectif ultime de la politique monétaire s'explique par le fait qu'il existe un lien direct entre la monnaie et l'inflation, que la théorie quantitative de la monnaie met en avant (l'inflation est d'origine monétaire). De là, l'action de la banque centrale vise souvent à maîtriser l'offre de monnaie en circulation. Par ailleurs, les partisans de l'école keynésienne confirment que la masse monétaire a une influence sur les prix et les autres grandeurs réelles tels que l'emploi et la production.

Alors, pour privilégier la réalisation de son objectif principal, qui est la stabilité des prix, la Banque Centrale intervient par divers instruments (directs et indirects), et le choix de ceux-ci dépend du mode de financement de l'économie.

Cependant, une politique monétaire est dite efficace si elle permet d'atteindre ses objectifs finals, et qu'une augmentation de la masse monétaire se traduit par une diminution des taux d'intérêt.

## **CHAPITRE II**

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

### Introduction

Pour bien évaluer l'efficacité de la politique monétaire, les autorités monétaires élaborent, au préalable, une stratégie permettant de porter un diagnostic sur la situation économique et définir les objectifs à atteindre. Les banques centrales ont donc besoin d'un cadre théorique leur fournissant des clés d'interprétation de la conjoncture. Cette structure théorique peut être constituée de diverses manières. Par exemple, on peut sélectionner les variables que l'on estime les plus susceptibles d'être affectées par une variation de la quantité de monnaie. De cette manière, on définit un canal par lequel la monnaie chemine dans l'économie. L'étude des canaux de transmission est alors capitale pour les banques centrales dans la mesure où elle détermine l'efficacité de leurs décisions.

Dans ce sens, les canaux de transmission de la politique monétaire regroupent l'ensemble des vecteurs par lesquels les impulsions de la politique monétaire se répercutent dans l'activité économique. La théorie économique distingue deux canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire : le canal du taux d'intérêt et le canal du taux de change. Cependant, ces deux canaux paraissent incomplets pour apprécier efficacement la transmission de cette politique puisqu'ils ne tiennent pas compte du rôle des structures financières. Ainsi, en 1988 Bernanke et Blinder ont mis en évidence un troisième mécanisme de transmission appelé canal de crédit. Enfin, à ces différents canaux de transmission «objectifs», il y a un autre canal, dit «subjectif», qui est apparu au début des années 1990, et qui est lié aux anticipations des marchés sur la base des annonces diffusées par la banque centrale.

Dans le présent chapitre, nous allons présenter deux sections. La première s'intéressera à l'analyse des différents canaux de transmission de la politique monétaire retenus dans la théorie économique. La deuxième section s'intéressera plus particulièrement au canal du crédit.

### Section I : Types des canaux de transmission de la politique monétaire

#### I-1 Le canal du taux d'intérêt

C'est le canal traditionnel de la théorie économique ; il est le premier à être identifié par les économistes suite aux travaux de Keynes en 1936. Ce dernier met en avant les relations qui peuvent exister entre le taux d'intérêt et le coût du capital, dans le cadre d'un modèle IS /LM.

##### I-1-1 Le cadre théorique de base (le modèle IS/LM)

Le modèle IS/LM, d'inspiration keynésienne, explique bien fort le fonctionnement de l'économie sous l'étalon-or. De plus, ce modèle est relativement général et marche pour toutes les situations où la quantité de monnaie est fixée par la banque centrale. Il permet de montrer comment la politique monétaire et le marché des biens interagissent ; l'interaction entre ces

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

deux marchés étant le fait des taux d'intérêt. Avec ce modèle, l'économie est modélisée par deux marchés : un marché des biens et services et un marché interbancaire. Sur le premier, des biens et services sont échangés, la quantité échangée étant le PIB réel, et le prix moyen étant égal au niveau général des prix. Sur le second, la banque centrale va fournir une certaine quantité de monnaie en réponse à une certaine demande de monnaie de la part des banques, donnant naissance au taux d'intérêt interbancaire.

Sur les marchés des biens, le niveau général des prix étant donné, l'offre (Y) correspond au niveau qui se partage entre la consommation (C) et l'épargne (S) :  $Y=C+S$

La demande globale (D) se décompose en consommation (C) et investissement (I) :  $D= C+I$

Ainsi, l'équilibre entre l'offre et la demande dépend de l'équilibre entre l'investissement et l'épargne<sup>10</sup> :  $I = S$ . L'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt (i), et l'épargne est une fonction croissante du revenu(Y).

De ce fait, la courbe IS est déterminée par les couples (Y, i) permettant la réalisation de l'équilibre sur le marché des biens et services ; la pente de cette courbe est négative (courbe décroissante). En effet, si (i) diminue, (I) augmente, alors (S) doit augmenter aussi ( $I=S$ ) ; cela présuppose que (Y) augmente également. Dans ce cas, (i) et (Y) varient en sens inverse. Cette pente est d'autant plus forte que l'investissement est moins sensible aux variations du taux d'intérêt.

Sur le marché de la monnaie, l'offre de monnaie (M) est déterminée par la politique de la banque centrale. La demande (L) se partage en une demande d'encaisse de transaction (L1) et de spéculation (L2) :  $L = L1+L2$

La demande d'encaisse de transaction est une fonction croissante du niveau de revenu (plus on est riche, plus on dépense et plus on a besoin de paiement) :  $L1 = L1(Y)$

La demande d'encaisse de spéculation L2 est une fonction décroissante du taux d'intérêt. En effet, les spéculateurs conservent leurs encaisses monétaires lorsque les cours des titres financiers sont élevés, car ils anticipent une baisse. Ils utilisent ces encaisses, au contraire, pour acheter des titres quand les cours sont bas, espérant réaliser une plus-value. Ainsi, L2 est une fonction décroissante du taux d'intérêt, car le cours des titres varient en sens inverse avec le taux d'intérêt :  $L2 = L2(i)$ . La condition d'équilibre est donnée par  $M = L1(Y) + L2(i)$ .

La courbe LM représente les couples de valeurs (Y, i) compatibles avec cet équilibre et sa pente est positive (courbe croissante).

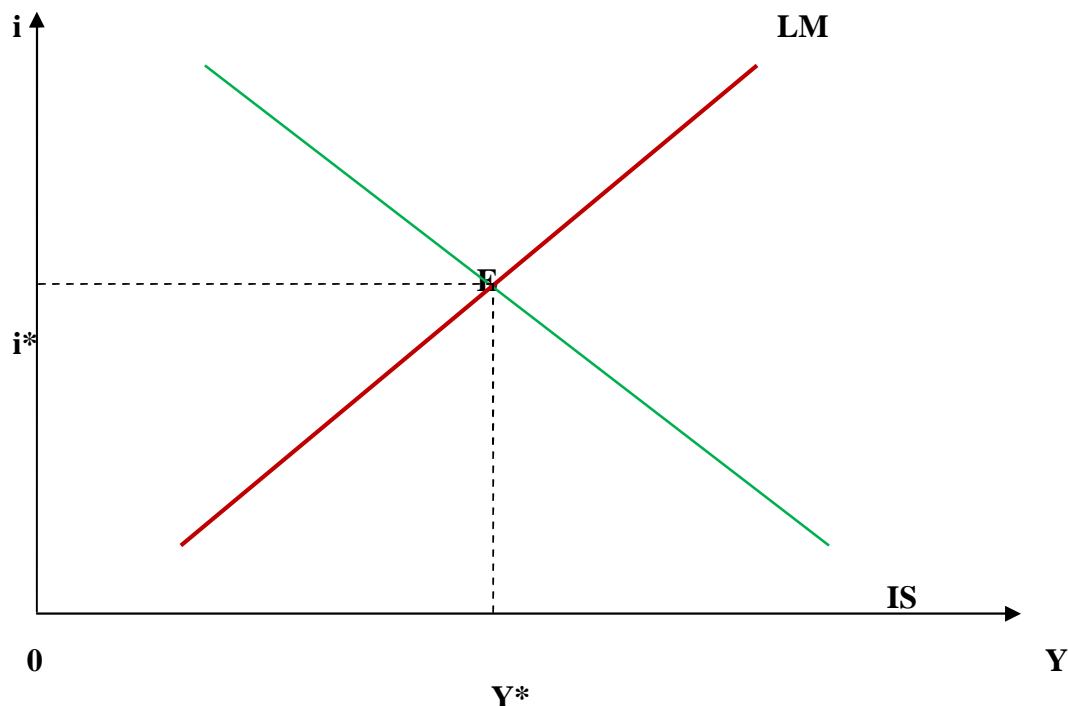
---

<sup>10</sup> Le modèle IS LM, Document en ligne disponible à l'adresse : <https://www.melchior.fr/le-modele-lm>, consulté le 20 /07/2020.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

L'interaction des deux courbes IS- LM donne le couple de valeurs (production, taux d'intérêt) qui assure l'équilibre simultané sur le marché des biens et des services et sur le marché de la monnaie.

Figure n° 02 : Le modèle IS/IM



Source: Hypothèses et architecture globale du modèle IS-LM document en ligne disponible à l'adresse : [http://aimerleconomie.blogspot.com/2013/05/hypotheses-et-architecture-globale-du.html#:~:text=Le%20mod%C3%A8le%20permet%20d'%C3%A9tablir,%2C%20d'ou%20LM\)](http://aimerleconomie.blogspot.com/2013/05/hypotheses-et-architecture-globale-du.html#:~:text=Le%20mod%C3%A8le%20permet%20d'%C3%A9tablir,%2C%20d'ou%20LM),), consulté le 01/08/2020.

### I-1-2 Les mécanismes de transmissions

Selon le canal monétaire traditionnel, la variable principale de la politique monétaire est le taux d'intérêt court fixé par la banque centrale<sup>11</sup>. Les autorités monétaires interviennent sur le marché monétaire en relevant les taux courts pour réduire la demande de liquidité des agents et limiter les risques d'inflation. Le rôle de ce canal dans la transmission de la politique monétaire est dans le fait que les ménages gèrent un portefeuille composé de deux sortes d'actifs, à savoir la monnaie et les titres financiers. Ainsi, tout choc de politique monétaire affecte le portefeuille des ménages, qui cherchent instantanément à rétablir leur équilibre en modifiant l'offre et la demande des différents actifs. Ce faisant, ils provoquent une modification de l'ensemble des taux d'intérêt qui se répercute sur le coût du capital qui

<sup>11</sup> HALOUAN Siham. (2017), « Analyse de l'efficacité du canal de crédit dans la transmission de la politique monétaire en Algérie », thèse de doctorat, université de Bejaia, p 41.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

présente le taux directeur des décisions d'investissement, et qui se répercute sur la production et la demande globale<sup>12</sup>.

Par ailleurs, le caractère réel du taux d'intérêt s'explique par l'hypothèse de la rigidité des prix et des salaires qui joue un rôle principal dans le processus de transmission de la politique monétaire.

Le canal de taux d'intérêt opère à travers l'intermédiation des décisions des entreprises en matière d'investissent. Il implique les trois effets : un effet substitution, un effet de richesse et un effet de revenu<sup>13</sup>.

### **a- L'effet substitution**

La variation du taux d'intérêt conduit les agents économiques à réviser l'arbitrage entre consommation (dépense) immédiate et épargne. Une augmentation des taux d'intérêt accroît l'attractivité de l'épargne et donc la préférence pour la consommation future. Par contre, une diminution des taux d'intérêt accroît la valeur de la consommation immédiate et rend par conséquent l'épargne moins attractive. Cet effet est plus important lorsque l'élasticité de substitution inter temporelle soit forte. IL dépend aussi des anticipations des agents quant au caractère durable ou non de la décision de la politique monétaire.

### **b- L'effet revenu**

La variation des taux d'intérêt du marché a un effet globalement neutre sur le revenu national. Toutefois, une variation de taux d'intérêt peut induire des transferts de revenu du fait de la différence de la propension à consommer des différentes catégories d'agents économiques. Une baisse des taux diminue le revenu disponible des épargnants, mais accroît celui des emprunteurs.

Autrement, une baisse des taux d'intérêt du marché entraîne une hausse de la valeur actualisée des dépenses de consommation anticipée au cours des périodes futures, ce qui signifie que des sommes actuelles plus importantes sont nécessaires pour les financer. La consommation future étant plus coûteuse, toutes choses égales par ailleurs, la situation des ménages se détériore ce qui les conduit à réduire leur consommation immédiate et à augmenter leur épargne.

---

<sup>12</sup> AWDENI Wissem. (2007), « Mutations financières et canaux de transmission de la politique monétaire : cas de la Tunisie », mémoire en ligne : disponible à l'adresse : <https://www.memoireonline.com>..., consulté le 30/05/2020.

<sup>13</sup> ABDENNOUR Fawzi. (1999), « Les canaux de transmission de la politique monétaire : Analyse théorique et application sur données tunisienne », *revue d'économie tunisienne*, N°10, Tunis, p 09.

### c- L'effet de richesse

IL joue à travers les fluctuations des prix des actifs, notamment financiers. Une baisse des taux tend à faire croître le revenu des ménages. Cette hausse couvre aussi bien les revenus futurs de leur capital humain, capital physique et capital financier.

### I-2 Les canaux du crédit

Une nouvelle conception des mécanismes de la politique monétaire met l'accent sur l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs sur le marché des capitaux.

Le canal de crédit repose sur l'idée que les banques jouent un rôle spécifique au sein du système financier, car elles sont au cœur de la gestion d'asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs<sup>14</sup> sur les marchés de crédit. Ainsi, la prise en compte des asymétries d'information sur les marchés financiers donne aux intermédiaires financiers un rôle spécifique dans l'allocation des liquidités monétaires. En raison du coût de l'information, une frange non négligeable des investisseurs n'ont pas accès à la finance externe directe. Les banques contribuent à la correction de ces imperfections des marchés grâce à leur capacité de transformation financière dans la rencontre de l'offre et de la demande des fonds prêtables.

L'analyse macro économique standard, montrée par le modèle IS-LM, néglige le rôle du canal du crédit dans la transmission de la politique monétaire puisqu'elle n'intègre pas le marché du crédit comme un marché ayant un statut indépendant du marché monétaire.

Bernanke et Blinder (1988) sont les premiers auteurs qui ont essayé d'améliorer cette structure afin d'intégrer le marché de crédit. Ils ont développé le modèle IS-LM auquel ils ont intégré le marché des prêts composé des offreurs et demandeurs de crédits. Ils ont montré que la prise en compte du marché du crédit dans l'analyse de la transmission monétaire contribue à lever le voile sur beaucoup d'aspects qui restent encore non éclairés dans la vision standard. Ils ont noté que le canal de crédit ne s'oppose pas à l'analyse traditionnelle, mais l'améliore et la diversifie<sup>15</sup>.

Les canaux du crédit se distinguent en deux types de transmission de la politique monétaire, qui résultent des problèmes d'information sur le marché de crédit : l'un qualifié de canal étroit du crédit et l'autre qualifié de canal large du crédit.

#### I-2-1 Le canal étroit du crédit (Canal strict du crédit)

Le canal étroit (ou strict) de crédit s'appuie sur l'idée que les banques sont jugées efficaces pour combattre le problème de l'asymétrie d'information sur les marchés de crédit. Du fait de

---

<sup>14</sup> CATHERINE Bruno. (1997), «Transmission de la politique monétaire et régime de changes : une comparaison France - Allemagne - Etats-Unis », *Revue de L'OFCEP*, N°61,P 144.

<sup>15</sup> HALOUAN Siham (2017), « Analyse de l'efficacité du canal de crédit dans la transmission de la politique monétaire en Algérie », thèse de doctorat, université de Bejaia, p 42.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

ce rôle spécifique des banques, certains emprunteurs n'auront pas accès aux marchés de crédit s'ils n'empruntent pas auprès d'elles. Tant qu'il n'existe pas de parfaite substituabilité pour les banques commerciales entre les dépôts et les autres sources de refinancement, le canal du crédit bancaire agit de la façon suivante : une politique monétaire expansionniste, qui contribue à accroître les réserves et les dépôts bancaires, augmente la quantité de prêts bancaires disponibles. Compte tenu du rôle spécifique des banques en tant que prêteurs à certaines catégories d'emprunteurs, cette augmentation du volume de prêts conduira à une hausse des dépenses d'investissement. De façon schématique, l'effet de politique monétaire est le suivant :  $M \uparrow \Rightarrow \text{dépôts bancaires} \uparrow \Rightarrow \text{prêts bancaires} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$ <sup>16</sup>.

Une conséquence importante de la thèse du crédit est que la politique monétaire aura une incidence plus forte sur les dépenses des petites entreprises, qui dépendent davantage des prêts bancaires, que sur les grandes entreprises qui ont directement accès aux marchés de capitaux, sans avoir à solliciter les banques.

Certains travaux ont soulevé des doutes quant au rôle du canal du crédit bancaire. Il existe de bonnes raisons de penser qu'il n'est probablement plus aussi puissant qu'autrefois aux États-Unis. En premier lieu, la réglementation américaine actuelle n'impose plus aux banques de restrictions limitant leur capacité de collecter des fonds. Avant le milieu des années quatre-vingt, les certificats de dépôt « CD » étaient soumis à l'obligation de constitution de réserves et à la réglementation « Q » (plafonnement de la rémunération des dépôts), ce qui empêchait les banques de remplacer les dépôts qui s'échappaient du système bancaire en période de contraction de la masse monétaire. La suppression de ces restrictions permet aux banques de réagir plus facilement à une réduction de leurs réserves et à une perte de dépôts en émettant des certificats de dépôt aux taux du marché, qui n'imposent pas la constitution de réserves obligatoires. En second lieu, le déclin de l'activité traditionnelle de prêt à l'échelle mondiale signifie que les banques jouent un rôle moins important sur les marchés de crédit, d'où une moindre efficacité du canal du crédit bancaire.

### I-2-2 Le canal large du crédit (Canal du bilan)

Suite aux incertitudes relatives à l'effondrement des hypothèses du modèle de Bernanke (1988), un autre canal va être proposé. C'est le dénommé canal large du crédit ou version large du canal du crédit. Il a été fortement recommandé par des auteurs comme **Kashyap**,

---

<sup>16</sup> MISHKIN Frederic S. (1996), « Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire », bulletin de la banque de France – N°27, p 95.



## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

**Stein et Wilcox** (1993), ou encore **Hubbard**(1995)<sup>17</sup>. Le déclin de l'importance du canal du crédit bancaire n'implique pas pour autant qu'il en va de même pour l'autre canal de crédit, celui du bilan. Ce canal trouve, lui aussi, son origine dans l'existence de problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés de crédit. Plus la situation nette d'une entreprise est faible, plus les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral sont aigus lorsqu'il s'agit de lui octroyer des prêts. En effet, une diminution de la situation nette signifie que les prêteurs disposent d'une moindre garantie en contrepartie de leurs prêts et les pertes dues à la sélection adverse sont donc plus importantes. La dégradation de la situation nette, qui aggrave le problème de sélection adverse, aboutit par conséquent à une réduction des prêts destinés à financer les dépenses d'investissement. En plus, elle accentue également le problème d'aléa moral, car cela signifie que la valeur des participations dans l'entreprise diminue pour les propriétaires, ce qui les incite à s'engager dans des projets d'investissement plus risqués. Comme la probabilité de non-remboursement des prêteurs se trouve par là même renforcée, la dégradation de la situation nette des entreprises aboutit à une diminution des prêts et donc des dépenses d'investissement.

La politique monétaire est susceptible d'affecter les bilans des entreprises de plusieurs manières. Une politique monétaire expansionniste ( $M \uparrow$ ), qui entraîne une hausse des cours des actions ( $Pe \uparrow$ ) selon l'enchaînement décrit précédemment, renforce la situation nette des entreprises et aboutit donc à une augmentation des dépenses d'investissement ( $I \uparrow$ ) et de la demande globale ( $Y \uparrow$ ), puisque les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral sont atténués. On soustrait donc le schéma suivant, pour un canal de transmission de la politique monétaire par le bilan<sup>18</sup> :

**$M \uparrow \Rightarrow Pe \uparrow \Rightarrow \text{sélection adverse} \downarrow \text{ et aléa de moralité} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$ .**

Une politique monétaire expansionniste, qui suscite une baisse des taux d'intérêt, entraîne également une amélioration des bilans des entreprises car elle accroît leur revenu d'exploitation, diminuant ainsi les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral.

### **I-3 Autres canaux de transmission**

#### **I-3-1 Le canal du taux de change**

L'internationalisation croissante des économies et l'intégration financière internationale s'est traduite par une grande sensibilité des économies au canal du taux de change. La transmission

<sup>17</sup> CARL NALLY Simon. (2017), « Les canaux de transmission de la politique monétaire en Haïti une approche narrative (1996-2016) », mémoire de master, université d'Etat d'Haïti, P 23.

<sup>18</sup> MISHKIN Frederic S., op.cit, p 96.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

des impulsions de la politique monétaire passe par l'effet du taux de change sur les exportations nettes.

La dépréciation de la monnaie nationale rend les prix des biens nationaux moins chers, ce qui accroît la compétitivité des entreprises nationales, ce qui se traduit par une augmentation des exportations nettes et donc la production globale.

Ce canal fait intervenir également les taux d'intérêt puisque les variations des taux directeurs des banques centrales induisent des fluctuations des taux de change. Ainsi, dans un régime de change flexible, la diminution des taux d'intérêt entraîne la dépréciation de la monnaie nationale qui stimule les exportations et la production. Toutefois, dans le cadre d'une mobilité parfaite des capitaux, cette diminution des taux d'intérêt rend la monnaie nationale moins importante et provoque des sorties de capitaux.

D'une façon générale, l'impact des taux d'intérêt sur le taux de change ne semble s'exercer qu'à court terme. A long terme, le niveau du taux de change dépend des fondamentaux tels que le taux d'inflation, le solde de la balance courante et la position extérieure du pays.

L'efficacité du canal du taux de change dépend d'une série de facteurs comme : le jugement des marchés quant au caractère approprié ou non de la décision de la banque centrale, le degré d'ouverture des économies et le degré de concurrence qui y prévaut.

En effet, une augmentation des taux directeurs entraîne un accroissement du rendement réel anticipé des produits financiers libellés en monnaie nationale et une appréciation du cours de change. Néanmoins, si cette augmentation est jugée insuffisante par les marchés financiers, à cause des tensions inflationnistes par exemple, les agents économiques réviseront à la hausse leurs anticipations d'inflation de telle sorte que le rendement réel anticipé des actifs libellés en monnaie nationale restera constant, voir même diminuera. Ainsi, les effets sur le change d'une variation des taux directeurs pourraient être l'inverse à ceux initialement escomptés<sup>19</sup>.

### **I-3-2 Le canal du prix des actifs financiers ou canal du marché financier**

Le développement de la finance directe et la diffusion des actifs financiers dans l'économie depuis les années 1990 a mis en exergue l'importance du canal du marché financier comme nouveau mécanisme de transmission des impulsions de la politique monétaire.

En effet, l'accroissement de la part des actifs financiers dans le patrimoine des agents économiques non financiers a entraîné une augmentation de la variabilité à court terme de la richesse des agents non financiers influençant, par conséquent, les comportements de consommation et d'investissement.

---

<sup>19</sup> ABDENNOUR Fawzi.Op.cit, p 11.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

L'analyse de la transmission monétaire à travers le prix des actifs passe essentiellement par deux mécanismes :

- Le premier se réfère à la théorie du coefficient  $q$  de Tobin ;
- Le second se réfère aux effets de patrimoine des ménages.

### A/ La théorie du coefficient $q$ de Tobin

Au niveau des investissements, le canal des prix actifs est analysé dans le cadre de la théorie de l'investissement du «  $q$  » de James Tobin (1969). Ce coefficient est défini comme étant le rapport entre la valeur boursière de l'entreprise et le coût de renouvellement du capital fixe.<sup>20</sup>

$$q = \frac{\text{valeur boursière de l'entreprise}}{\text{coût de renouvellement du capital fixe}}$$

Une augmentation de ratio «  $q$  », signifie une hausse relative du cours des actions par rapport au coût du capital (biens d'équipement), accroît l'investissement de l'entreprise car le coût de renouvellement du capital devient peu onéreux par rapport à la valeur boursière de l'entreprise. Les dépenses d'investissement augmentent puisque les entreprises peuvent acquérir des biens d'équipement en émettant des actions nouvelles. L'existence d'une relation entre le coefficient «  $q$  » de Tobin et les dépenses d'investissement est l'un des enchaînements théoriques reliant la variation des prix des actifs à l'économie réelle, assurant par conséquent la transmission des impulsions de la politique monétaire à travers le canal du prix des actifs.

Toutefois, selon la doctrine théorique, la politique monétaire affecte l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions<sup>21</sup>. En effet, selon la conception monétariste, lorsque l'offre de monnaie augmente, les agents estiment qu'ils disposent de trop de liquidité par rapport au niveau souhaité. Cet excès de liquidité doit être alors placé dans le marché boursier, ce qui accroît la demande d'actions faisant ainsi lever les cours. De même, Selon la conception keynésienne, une politique monétaire restrictive augmente l'attractivité des actions par rapport aux obligations accroissant ainsi les cours.

Quelle que soit la thèse théorique adoptée, la hausse des cours des actions accroît le coefficient  $q$  et donc les dépenses d'investissement des entreprises et stimule, par conséquent, la croissance économique.

---

<sup>20</sup> BENCHIMOL Jonathan. (2007), « Le canal du prix des actifs en zone euro », *revue de la littérature*, p 04.

<sup>21</sup> GAUDRON Pascal, LE CARPENTIER- MOYAL Sylvie, op.cit, p 276.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

### B/ Les effets sur le patrimoine des ménages

Dans le cadre de la théorie du cycle de vie de Modigliani, les ménages lissent leur consommation dans le temps<sup>22</sup>. Autrement dit, c'est l'ensemble des ressources qu'ils perçoivent au cours de leur vie qui détermine leur consommation. Les actions constituent une composante majeure de patrimoine financier des ménages, et la baisse de leur cours suite à une restriction monétaire réduit donc leur patrimoine ce qui affecte leurs dépenses de consommation. Dans ce cadre, on peut distinguer entre un effet richesse et un effet liquidité :

- *L'effet de richesse* est développé comme suit : la baisse du patrimoine financier des ménages, suite à une politique monétaire restrictive, conduit ces derniers à augmenter leur épargne et réduire leur consommation, étant donné que les dépenses de consommation sont fonction du revenu permanent, qui est constitué de revenus réels, courants et anticipé ainsi que de la richesse réelle<sup>23</sup>. La détention d'actifs étant une composante de la richesse financière. La baisse des prix d'actifs, suite à la hausse des taux d'intérêt, affecte la consommation présente en raison de ses effets sur le revenu permanent. Lorsque les agents économiques considèrent la baisse des prix des actifs comme permanente, ils réduisent leur propension à consommer et augmentent leur épargne pour le futur.
- *L'effet liquidité* : est relatif à la réduction de la souscription d'actions suite à la baisse des prix d'actifs engendrée par une restriction d'offre de monnaie. En effet, les ménages qui voient baisser leurs disponibilités chercheront à les recouvrir par des placements plus liquides.

Selon une étude de la BCE, l'ampleur de l'incidence des prix d'actifs sur la consommation dépend de trois facteurs<sup>24</sup>:

- L'ampleur de l'exposition des ménages aux risques liés à la détention d'actions par rapport à leur revenu disponible ;
- Leur propension marginale à consommer via les effets de richesse liés aux actions ;
- La façon dont ils intègrent les variations des cours de bourse dans leur revenu permanent.

Les prix de terrains et logements peuvent également être intégrés dans l'analyse des mécanismes de transmission de la politique monétaire via les prix des actifs. D'autant plus que les prix des terrains et logements sont des éléments importants de la richesse. De plus, la

---

<sup>22</sup> MISHKIN Frédéric S (2007), « *Monnaie, banque et marché financiers* », 8<sup>ème</sup> édition, p 807.

<sup>23</sup> Solon la théorie du revenu permanent de Friedman (1954).

<sup>24</sup> HALOUAN Siham (2017), « Analyse de l'efficacité du canal de crédit dans la transmission de la politique monétaire en Algérie », thèse de doctorat, université de Bejaia, p 49.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

théorie de Tobin peut s'appliquer sur le marché de l'immobilier où le logement représente le capital.

### I-3-3 Le canal des anticipations

Appelé encore canal de l'information ou canal des effets d'annonce. Ce dernier est apparu plus récemment et occupe une grande place dans la littérature des canaux de transmission de la politique monétaire. Il autorise les banques centrales de diffuser des informations, quant à leurs interventions, que les agents vont utiliser dans leurs décisions. Autrement dit, il s'agit d'un signal envoyé par la banque centrale en direction des acteurs économiques afin d'influencer leurs comportements.

La transmission à la sphère réelle via le canal de l'information se fait donc, grâce à l'influence des déclarations de la banque centrale sur les anticipations des agents. En effet, si les agents intègrent dans leurs anticipations une éventuelle intervention de la banque centrale, cette dernière peut utiliser de simples annonces lui permettant d'atteindre des taux d'intérêt désirés comme si elle avait intervenu de manière effective.

Ce canal lui permet de diminuer le coût d'intervention des autorités monétaires tout en rendant plus clair les actions de la banque centrale ce qui renforce sa crédibilité.

Le canal de l'information affecte la sphère réelle par le changement des variables de transmission des différents canaux traditionnels (taux d'intérêt, taux de crédit et taux de change...). En effet, il s'agit d'un canal qui introduit des mécanismes de transmission sans que la banque centrale ait à intervenir d'une manière effective par la politique monétaire.

Le taux d'intérêt, le cours du crédit, le taux de change, les prix des actifs et les effets d'annonce sont donc autant de canaux de transmission qui peuvent être mobilisés par les banques centrales dans le cadre de leur mission. Cependant, si dans la théorie, les différentes voies de transmission sont présentées séparément, dans la réalité, les effets de la politique monétaire se transmettent à travers l'interdépendance de ces différents canaux qui sont complémentaires.

### Section II : Le canal de crédit : une revue de la littérature théorique et empirique

Certains auteurs tels que Tobin et Brainard ou Modigliani, avaient souligné, dans les années soixante, l'importance des distorsions entre coûts des différentes sources de financement et avaient montré comment le rationnement de crédit pouvait opérer. Depuis les années soixante-dix, les avancées de la théorie économique en informations incomplète, ainsi que l'affaiblissement des relations traditionnelles du canal monétaire ont permis de renouveler

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

l'approche du crédit bancaire ce qui a incité les auteurs à tenter de démontrer son importance dans la transmission de la politique monétaire.

Cette section est constituée de deux parties, la première sera consacrée à présenter le modèle de base du canal de crédit développé par Bernanke et Blinder (1988), appelé le modèle CC/LM. Et la deuxième nous présentera quelques études empiriques relatives au canal de crédit.

### **II-1 Le modèle fondateur du canal de crédit : le modèle CC/LM**

Suite à des doutes grandissants sur la pertinence du canal du taux d'intérêt, et devant le manque de preuves et d'arguments empiriques, Bernanke et Blinder ont mis en évidence un modèle macroéconomique d'inspiration néo-keynésienne et reprennent le cadre analytique du modèle IS/LM standard avec des corrections importantes en raison notamment des frictions informationnelles sur les marchés des capitaux et des crédits, où le marché est désormais considéré comme imparfait avec la présence des asymétries informationnelles.

Le canal de crédit bancaire reste important dans la majorité des pays industrialisés, comme dans la zone euro. Pourtant, il va connaître de nombreuses critiques suite à la mondialisation du système financier. L'hypothèse fondamentale est l'imparfaite substituabilité entre actifs financiers et monétaires, où il est impossible selon Bernanke et Blinder (1988) de substituer les crédits bancaires et les titres tant du côté du passif du bilan des emprunteurs que du côté de l'actif des prêteurs, donc le crédit bancaire devient un puissant vecteur de transmission des impulsions monétaires.

#### **II-1-1 Les hypothèses de base du modèle de Bernanke et Blinder**

La plupart des hypothèses retenues par Bernanke et Blinder a pour principal but de mettre en évidence la particularité du crédit bancaire, autrement dit d'isoler le crédit bancaire des autres formes de financement, voire des banques par rapport aux autres institutions financières.

Pour structurer ce modèle, ces auteurs considèrent une économie fermée composée de trois secteurs interdépendants: les banques, les agents non financiers (ménages et firmes) et le couple Banque centrale-Etat.

Dans ce modèle nous avons deux actifs financiers non monétaires (les crédits et les titres) et un actif monétaire (les dépôts). Mais, ils maintiennent pour IS/LM quatre marchés: le marché des biens et des services, le marché de la monnaie, le marché du crédit bancaire et le marché des titres. Il est difficile de stratifier un taux d'intérêt unique applicable à tous les actifs, indépendamment de leur nature, surtout dans un contexte économique où l'information est complètement asymétrique. C'est pour cette raison qu'ils acceptent d'introduire un deuxième taux d'intérêt, en admettant un taux d'intérêt du crédit bancaire différent de celui des titres.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

### II-1-2 Les fondements théoriques du modèle

Pour mieux comprendre les secrets, techniques de base et le déroulement de ce modèle, Bernanke et Blinder ont fourni les fonctions de la demande et d'offre relatives à chacun des quarts marchés afin de parvenir à la fonction d'équilibre global du modèle.

#### a) Le marché du crédit

$$(1) \quad L^d = L(p, i, y) \text{ avec } L_p < 0, L_i > 0, L_y > 0^{25}$$

Les signes des élasticités nous permettent de donner des informations relatives à la sensibilité de la demande de crédit par rapport à certaines variables telles que la production, le taux débiteur et le taux des titres. Comme l'indique le signe ( $L_y > 0$ ), une conjoncture économique favorable à la production entraîne une demande soutenue de crédits bancaires de la part des agents non financiers.

Il y'a lieu de remarquer qu'un durcissement des conditions monétaires va provoquer un repli de la demande de crédit comme le montrent ces deux élasticités ( $L_y < 0$  et  $L_i > 0$ ). Pour que les autorités monétaires influencent l'activité et donc la demande de crédit des agents non financiers, elles doivent arriver à modifier les conditions débitrices des banques. Autrement dit, les actions de la banque centrale doivent obligatoirement affecter le bilan des banques, ce<sup>25</sup> qui revient à considérer que les autorités monétaires ont les moyens de modifier la taille du bilan des banques. Bernanke et Blinder se sont servis d'un bilan bancaire simplifié pour expliquer le lien très étroit qui existe entre offre de crédits et marché des réserves.

Tableau n° 02 : Bilan bancaire simplifié

Actif	Passif
R	D
B <sup>b</sup>	
I <sup>s</sup>	

Source : la politique monétaire / le modèle CC/LM document en ligne disponible à

l'adresse : [https://fr.wikibooks.org/wiki/La\\_politique\\_mon%C3%A9taire/Le\\_mod%C3%A8le\\_CC/LM](https://fr.wikibooks.org/wiki/La_politique_mon%C3%A9taire/Le_mod%C3%A8le_CC/LM), consulté

le 10/06/2020.

<sup>25</sup>Pour faciliter la compréhension, considérons que les lettres en indices nous renseignent sur les variables qui nous permettront de calculer les dérivées.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

Avec:  $R$  réserves,  $B^b$  portefeuille de titres détenus par les banques,  $D$  dépôts et  $L^s$  offre de crédits.

A travers cette représentation schématique du système bancaire, l'identité comptable s'écrit comme suit: **(2)**  $R + B^b + L^s = D$

Cette identité comptable nous informe sur le lien étroit pouvant exister entre le montant des réserves, l'offre de dépôts et la production de crédits bancaires. La structure bilancielle montre que nous avons un système bancaire qui collecte des dépôts auprès des agents non financiers, accordant des crédits et disposant d'un portefeuille de titres et de réserves.

Les réserves bancaires sont composées de réserves excédentaires ( $E$ ) et de réserves obligatoires ( $\tau D$ ): **(3)**  $R = \tau D + E$

Les réserves obligatoires représentent une fraction ( $\tau$ ) des dépôts de fonds réalisés par un établissement de crédit placé sur le compte courant auprès d'une banque centrale nationale. Ce montant fluctue selon le niveau des dépôts de la clientèle, afin de garantir l'offre de crédit et de garantir la sensibilité des taux d'intérêt.

Par contre, lorsqu'il s'agit des réserves excédentaires ou libres ( $E$ ), et lorsque les dépôts sont supérieurs au montant minimum exigé par les banques centrales, les banques déficitaires qui ont un besoin de liquidités ont la possibilité de trouver sur le marché interbancaire alimenté par ces réserves, des liquidités auprès de celles qui sont excédentaires.

En remplaçant l'équation (3) dans l'équation (2), on obtient :

$$\tau D + E + B^b + L^s = D$$

$$E + B^b + L^s = D(1 - \tau)$$

$$[B^b / (1 - \tau) \cdot D] + [L^s / (1 - \tau) \cdot D] + [E / (1 - \tau) \cdot D] = 1$$

L'influence de la politique monétaire sur l'offre de crédit bancaire va se renforcer du fait que les banques ont très peu de marges de manœuvre pour gérer leur portefeuille de titres et de crédit. Pour sélectionner la composition de ce portefeuille, elles procèdent à un arbitrage classique (rendement-risque) qui est fonction des taux d'intérêt respectifs, comme l'indique la fonction d'offre de crédit dans la relation suivante :

$$(4) \quad L^s / (1 - \tau) \cdot D = (\rho, i) \lambda$$

avec  $\lambda$  (proportion des dépôts que les banques désirent conserver sous forme de crédits)

$\lambda_p > 0, \lambda_i < 0$ .



## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

En raison de l'imparfaite substituabilité à l'actif entre titres et crédit, l'offre de crédit est commandée par le quantum des dépôts, mais aussi par le taux des réserves obligatoires qui sont sous l'influence directe des décisions des autorités monétaires. L'équation (4) devient alors :  $L^s = D(1-\tau) \cdot (\rho, i) \lambda$  :

Ce modèle suppose également que l'offre de crédit soit entièrement contrôlée par les banques centrales à travers les réserves excédentaires qui sont une fonction directe du rendement des titres :  $(5) E = \varepsilon(i)(1-\tau) \cdot D$  avec:  $\varepsilon(i) < 0$

La relation (5) assure que les variations des réserves libres (excédentaires) sont indépendantes du taux du crédit bancaire. Cet axiome permet d'obtenir l'équation (6) :

$$(6) B^b = \beta(i, \rho) \cdot D(1-\tau) \quad \text{Avec } \beta \rho < 0, \beta i > 0.$$

Afin d'atténuer l'équilibre du marché du crédit, on suppose que :  $L^d = L^s$ , on obtient :

$$(7) L(\rho, i, y) = \lambda(\rho, i) \cdot D \cdot (1-\tau)$$

### b) Marché de la monnaie

Pour que le canal du crédit puisse être opérationnel, deux conditions majeures doivent être examinées. D'un côté, les autorités monétaires doivent avoir une influence directe et systématique sur les réserves bancaires et d'autre côté, l'ajustement des prix doit être imparfait, ce qui a pour principale conséquence de rendre les chocs monétaires non-neutres. Ainsi, l'offre de dépôts est égale aux réserves bancaires multipliées par un multiplicateur de la monnaie de base ( $m$ ) :  $(8) D^s = m(i) \cdot R$

On remplace R par l'équation (3) on aura :

$$D^s = m(i) \cdot [E + \tau D]$$

$$D^s = m(i) \cdot [\varepsilon(i) \cdot (1-\tau) \cdot D + \tau \cdot D]$$

En divisant les deux membres par D, nous obtenons :

$$1 = m(i) \cdot [\varepsilon(i) \cdot (1-\tau) + \tau]$$

$$m(i) = [\varepsilon(i) \cdot (1-\tau) + \tau]^{-1}$$

Cette dernière équation permet de vérifier la première condition par laquelle les réserves bancaires sont sensibles aux chocs de politique monétaire. Les réserves sont dans ce modèle une fonction directe de l'offre de monnaie centrale, et le multiplicateur obtenu est une fonction croissante du taux débiteur.

Tandis que l'hypothèse d'imparfaite substituabilité entre les crédits bancaires et les titres, la locution de l'équilibre monétaire est la même que celle du modèle IS/LM. L'expression

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

d'équilibre sur le marché de la monnaie (11) sera déduite à partir des équations (9) de Demande de dépôts et (10) d'Offre de dépôts.

$$(9) D^d = D(i, y), \text{ avec } : D_i < 0, D_y > 0.$$

La demande de dépôts découle du motif des transactions. Elle est fonction du revenu, du taux d'intérêt et de la richesse. Cette dernière est constatée constante et exclue donc de ce

modèle<sup>26</sup> :  $D^s = m(i) \cdot R$  Avec  $m_i > 0$

Il est possible d'écrire la relation de l'équilibre du marché monétaire :  $D^d = D^s$ . Ainsi, on a :

$$(10) D(i, y) = m(i) \cdot R$$

### c) Marché des produits

L'équilibre sur le marché des produits dépend du revenu qui est une fonction décroissante du taux des titres et du taux du crédit bancaire :

$$(11) y = Y(i, \rho) \text{ avec } y_i < 0, y_\rho < 0.$$

### d) Marché des titres

Comme nous avons pu le voir sur les trois marchés, il est faisable, en utilisant la loi de Walras, de déterminer la condition d'équilibre sur le marché des titres, comme suit :

$$(12) [Y - Y(\rho, i)] + [D^s - D^d] + [L^s - L^d] = 0$$

Autrement dit, la relation (12) est nulle en vertu de cette loi.

#### ❖ Equilibre global du modèle

Enfin, pour induire à l'équilibre global du modèle, trois conditions majeures sont réunies :

- 1- les réserves bancaires doivent être sous le contrôle total des autorités monétaires quelle que soit la configuration de la structure bilancielle des banques ;
- 2- les prix doivent être rigides à court terme ;
- 3 la non réalisation des ajustements de portefeuilles compte tenu de l'imparfaite substituabilité à l'actif des prêteurs et au passif des emprunteurs.

Ainsi, en utilisant l'équation (8) pour remplacer D dans l'équation (7), on aura :

$$(13) L(\rho, i, y) = \lambda(\rho, i) \cdot (1 - \tau) \cdot m(i) \cdot R$$

La résolution de cette relation permet d'extraire  $\rho$  le taux du crédit bancaire qui donne:

(14)  $\rho = g(i, y, R)$  Avec,  $g$  une fonction polynôme avec les semi-élasticités ;

$$g_i > 0, g_y > 0 \text{ et } g_R < 0.$$

<sup>26</sup> BERNANKE Ben S., BLINDER Alan S. (1988), «Credit, Money and Aggregate Demand », *the American Economic Review*, Vol. 78, No. 2, P.436.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

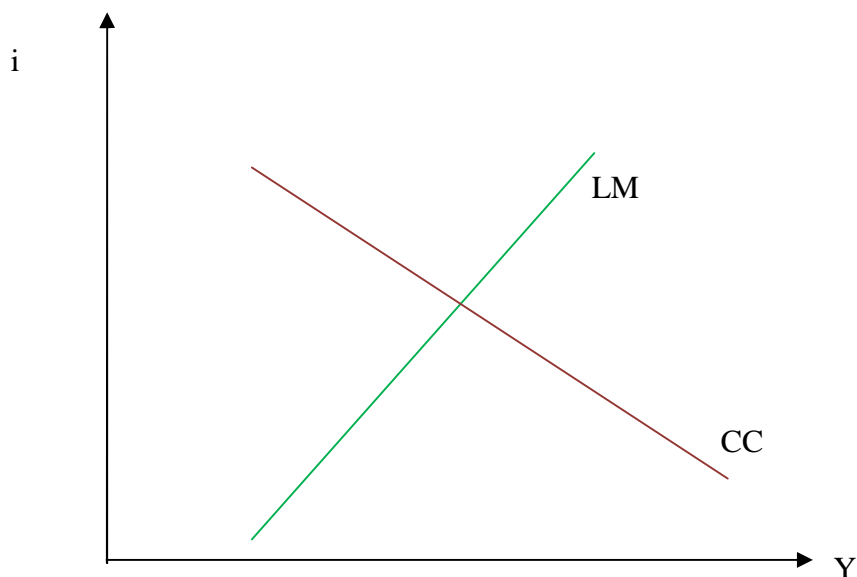
Enfin, il est possible d'obtenir l'équilibre simultané dans ces trois marchés en faisant la combinaison des relations (14) et (11). Ainsi, en remplaçant  $\rho$  par sa valeur dans l'équation (11), nous obtenons la relation d'équilibre général (équation 15), qui représente l'équilibre sur le marché des biens et sur celui du crédit. Elle dépend à la fois du rendement des titres et du taux du crédit bancaire : **(15)**  $y = Y(i, \rho(i, y, R))$

### II-1-3 Analyse de l'efficacité de la politique monétaire

Dans un modèle IS/LM, tout choc de la politique monétaire modifie les conditions, soit sur le marché IS ou LM. Par contre, dans un modèle CC/LM, il modifie à la fois les conditions sur le marché LM ainsi que celles du marché du crédit bancaire. L'obtention de ce double effet est obtenue par le fait que les impulsions de la politique monétaire vont exécuter de manière systématique des effets sur l'offre de dépôts et sur l'offre de crédits bancaires.

Cependant, un resserrement monétaire conduit à une baisse des réserves bancaires, déclenchant par la suite une diminution de l'offre de crédit. Cette baisse impacte par la suite le secteur réel en réduisant le rendement net des investissements, provoquant une baisse de la production et donc un ralentissement de l'activité économique. La courbe CC et LM est présentée dans le graphique suivant :

**Figure n° 03 : Le modèle CC/LM**



Source : Etabli par les auteurs

### II-2 Les résultats empiriques

Nous allons nous restreindre ici à exposer les travaux récents de Bernanke et Blinder qui soulèvent une question de l'existence d'un crédit Channel. Leurs résultats sont souvent

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

paradoxaux et ambigus, ce qui peut tenir au fait que, les séries de monnaie et de crédit étant très corrélées, il est difficile d'isoler leurs effets respectifs. Un grand nombre d'études ont été menées dans le but de tester sa validation empirique. Nous les décomposons ici en trois catégories : les premières testent l'hypothèse de rationnement du crédit développée par King (1986), Berger et Udell (1992) qui seront exclues dans cette présentation; les secondes examinent au niveau macroéconomiques l'affaiblissement du canal strictement monétaire en effectuant des recherches sur de nouveaux objectifs intermédiaires assez importants; elles étudient le lien entre variables monétaires et variables financières réelles ; Les troisièmes testent des données plus fines en divisant ces derniers par types d'instruments et par taille d'entreprises, l'imparfaite substituabilité entre crédits et titres.

### II-2-1 Les tests sur données macro-économiques

Le travail de Bernanke et Blinder (1992) représente l'étude la plus servie et souvent mentionnée dans l'analyse de ce canal. Ils ont utilisé des données macro-économiques afin de vérifier la validité empirique de leur modèle théorique développé dans les années 1998. Ces auteurs ont procédé en deux étapes: en premier lieu, ils ont cherché à trouver une variable considérée comme un indicateur des tensions de la politique monétaire. Par la suite, ils ont analysé l'impact des changements de cette variable sur les différents postes de bilans bancaires.

❖ **Bernanke et Blinder [1992]** : Ils ont mené une analyse statistique systématique en utilisant les testes de causalité de Granger et de décomposition de la variance des effets des variables financières sur l'activité réelle. Leurs résultats montrent que le taux des fonds fédéraux (TFF) a un pouvoir prédictif sur les variables réelles comme le PIB, la consommation et l'investissement qui dépasse celui des agrégats monétaires M1 ou M2 et aux autres taux d'intérêt. sachant que ce taux est un indicateur de l'activité réelle future, mais aussi un indicateur des tensions sur la politique monétaire.

En se basant sur une modélisation VAR, les auteurs observent comment réagissent les grands postes des bilans bancaires (les dépôts, titres et prêts) à une restriction monétaire, c'est-à-dire à une hausse du taux des fonds fédéraux. Ils ont trouvé qu'un choc positif (augmentation) du taux des fonds fédéraux est suivi d'une contraction des dépôts bancaires et des titres, durant les six mois suivants, mais les crédits bougent peu dans un premier temps (après neuf mois du choc). Par contre, à un Horizon de deux ans, les crédits ont autant baissé que les dépôts alors

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

que le portefeuille des titres est revenu à son niveau initial ; on remarque également la hausse du taux de chômage.

❖ **RameyValerie [1993]** : Afin de suivre les travaux de Bernanke et Blinder, Ramey a mené une étude différente dans la transmission des effets de la politique monétaire de la réserve fédérale. L'auteur a étudié les écarts respectifs de la monnaie et de crédit et de leurs relations à long terme avec la production, afin de se concentrer sur l'analyse de l'importance relative des canaux de transmission de la monnaie et du crédit. En d'autres termes, il a essayé de mettre en comparaison la vitesse de  $M_2$  et du crédit bancaire selon leur lien avec la politique monétaire, leur pouvoir prédictif pour la production et leur réponse dynamique de la production, suite aux chocs de la politique monétaire. La mise en évidence de la distinction de l'importance relative du canal traditionnel et de crédit a créé une grande utilité, car elle promeut la compréhension du lien entre secteurs financiers et réels, elle aide les décideurs à interpréter les mouvements des agrégats financiers et elle conduit à un meilleur choix des cibles.

Ainsi, **RameyValerie** a développé un modèle qui rejoint celui de Bernanke et Blinder dans le but d'éprouver l'effet marginal du canal de crédit. Pour ce faire, il a introduit dans ce modèle trois variables de crédit : le total des prêts bancaires, les avoirs bancaires de titres relatifs aux prêts bancaires et la différence du taux de croissance de la dette à court terme entre les petites et les grandes entreprises.

Les résultats empiriques de cette recherche ont indiqué que le canal de monnaie est beaucoup plus important que le canal de crédit dans la transmission directe des chocs de la politique monétaire. En effet, les variables de crédit n'ont aucune vertu significative sur la production lorsque  $M_2$  est incluse. Par ailleurs, le seul résultat en faveur d'un canal de crédit indépendant est la constatation que la différence dans le comportement de prêt de petites et grandes entreprises semble agiter les effets de la politique monétaire au cours de la deuxième, troisième et quatrième année après le choc initial.

Selon l'auteur, les résultats obtenus sont spécifiques au modèle retenu lorsque l'analyse retrace uniquement le comportement moyen sur la période d'étude. Il indique qu'une division en différentes sous-périodes est obligatoire pour mieux conclure quant au rôle du crédit dans la transmission des effets de la politique monétaire.

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

❖ **Barran, Coudert et Mojon (1995, a)** : Ils ont testé le rôle du crédit bancaire dans la transmission des effets de la politique monétaire pour l'économie de trois pays de l'OCDE (Etats-Unis, Japon et l'Allemagne). En se basant sur le modèle de VAR, ils ont retenu les variables suivantes : le taux de change, le prix à la consommation, la production industrielle, le taux d'intérêt utilisé par les autorités monétaires (le TFF pour les états unis, le taux au jour le jour pour le Japon et le taux de l'escompte pour l'Allemagne) et les variables des bilans des banques ( $M_2$  pour l'actif et les crédits au secteur privé pour retracer le passif).

Les résultats empiriques de cette analyse ont révélé qu'un choc positif de la politique monétaire (hausse du taux d'intérêt de la banque centrale) induit une baisse immédiate de la masse monétaire ( $M_2$ ) pour les trois pays. Le crédit n'est pas influencé dans un premier temps, ce qui est interprété par les auteurs par une gestion particulière de l'actif des banques qui sert à préserver leurs arguments de crédits, notamment vis-à-vis des grandes entreprises.

Ils ont abouti au fait que le taux de change représente le canal de transmission le plus actif dans les trois pays. En contrepartie, le canal de crédit est moins important dans les effets de la politique monétaire.

❖ **Barran, Coudert, Mojon (1995, b)** : En se servant de tests de Fisher, ils ont déduit que les agrégats monétaires ont perdu leur liaison avec l'activité réelle. D'après leurs résultats, ces agrégats avaient un effet significatif sur le chômage et l'inflation entre 1959 et 1979, mais cet effet a disparu sur la période récente (1982-1992), du fait de l'apparition de nouveaux produits financiers. L'intérêt de leur travail est de prouver que les spreads de taux d'intérêt peuvent être de meilleurs indicateurs des tensions de la politique monétaire. Pour parvenir à un tel résultat, ils ont calculé au premier niveau, différents spreads de taux. Ils ont testé dans le second niveau, leur pouvoir prédictif sur l'activité réelle. Ces auteurs ont étendu leur analyse pour cinq grands pays de l'OCDE (États-Unis, Japon, l'Allemagne, France et Royaume Unis). Les spreads de taux calculé sont:

-*Le spread de marge bancaire* : représente l'écart entre le taux du crédit et le taux du marché monétaire. Ses mouvements peuvent-être associés au comportement d'offres de crédits qui peuvent affecter l'activité réelle ;

-*Le spread bancaire de qualité bancaire*: représente la différence entre des taux sur crédit bancaire de même échéance et de qualité différente. Il mesure la perception du risque par les banques ;

-*Le spread bancaire de terme*: c'est l'écart entre les taux bancaires longs et courts ;

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

-*Le spread de Bernanke et Blinder*: il permet de distinguer entre crédits et titres, c'est l'écart entre taux de crédit et taux des obligations publiques.

Par des tests de causalité de Granger, les auteurs ont procédé à la comparaison du pouvoir prédictif des variables financières (M1, M2, crédit, taux d'intérêt et spread de taux) sur les variables réelles (PIB ou PNB réel et investissement).

Les résultats ont montré que les agrégats monétaires ont perdu leur influence sur l'activité économique des cinq pays, néanmoins le taux d'intérêt et les spreads de taux d'intérêt sont de bons indicateurs de la politique monétaire. Outre cela, une forte corrélation du spread de Bernanke et Blinder avec l'investissement et le PIB est constatée aux États-Unis, en l'Allemagne et au Royaume-Uni, ce qui confirme une preuve de l'existence d'un canal de transmission par le crédit bancaire pour les cinq pays.

### ❖ Jean-Paul Pollin et Raphaëlle Bellando (1996)

Depuis la déréglementation financière, ces auteurs ont essayé de prouver l'existence d'un canal de crédit en France. Pour cela, ils ont analysé dans un premier lieu l'effet des écarts de taux (le taux monétaire au jour le jour) sur la politique monétaire, et dans un second lieu ils ont étudié l'effet de ces écarts sur l'activité économique (l'évolution du PIB). Selon leurs arguments, si une augmentation du taux au jour le jour accentue l'écart entre coût du crédit bancaire et taux du marché, on peut considérer que le comportement bancaire amplifie l'impact de la politique monétaire. Au contraire, si cet écart se réduit, cela s'explique par le phénomène du rationnement du crédit.

Les spreads des taux calculés par les auteurs sont :

- l'écart entre taux des découverts bancaires et taux au jour le jour (SBC1) ;
- l'écart entre taux d'escompte bancaire et taux du marché au 3ème mois (SBC2) ;
- l'écart entre taux d'escompte bancaire et le taux maximale des billets de trésorerie (SBC3) ;
- l'écart entre taux d'escompte bancaire et le taux minimal des billets de trésorerie (SBC4) ;
- l'écart de taux des découverts de caisse entre petites et grandes entreprises (SPG).

A l'aide des tests de causalité au sens de Granger, les auteurs ont constaté que les différents écarts de taux sont influencés par la politique monétaire. En effet, les variations du taux au jour le jour affectent négativement les quatre premiers spreads (SBC1, SBC2, SBC3, SBC4) et positivement l'écart des taux entre petites et grandes entreprises (SPG).

Cependant, concernant l'effet de ces écarts sur l'activité économique, la baisse des écarts de taux suite à un resserrement monétaire est entraînée par une moindre croissance. Lorsqu'il

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

s'agit d'écarts entre taux de crédits bancaires et taux de billets de trésorerie (SBC3 et SBC4), cet effet sera plus significatif. Et pour le SPG, il ne dispose d'aucune information sur l'évolution du PIB. Selon ces auteurs, cette enquête ne permet pas d'apporter une preuve sur la transmission monétaire par le canal de crédit.

### II-2-2 Etudes sur des données désagrégées

L'ensemble d'analyses appuyées sur des données macroéconomiques concluent que la monnaie baisse aussitôt après un choc de la politique monétaire, alors que les prêts et le revenu n'interagissent qu'après quelques mois, ce qui est expliqué par certains auteurs par le fait que les prêts s'ajustent au fil du temps car ils représentent des engagements contractuels. À cette occasion, la baisse des prêts induit une baisse de la production (cette dernière est liée avec les prêts par une fonction de production). En revanche, pour d'autres, c'est la baisse de la production, provoquée par le canal de monnaie, qui est la cause de ce déclin de prêts bancaires, par la baisse de la demande.

Ces tests n'admettent pas le départage des deux hypothèses et attribuent une baisse des crédits, soit par un rationnement d'offre, soit à une baisse de la demande sur la récession. Et pour résoudre cet obstacle, sur des données plus désagrégées, plusieurs auteurs ont testé le canal par le crédit, en appliquant une idée commune d'examiner l'imparfaite substituabilité entre crédits et titres.

À cette dernière, trois types de données peuvent être utilisées. Dans un premier niveau, les études sont basées sur une décomposition des crédits bancaires en crédits accordés avec engagements et crédits sans engagements. Dans un second niveau, les données par type d'instruments financiers qui permettent de comparer l'évolution des crédits à celle des autres sources de financement. Enfin, des données par taille d'entreprise, puisque les comportements des grandes entreprises et des PME paraissent très différents.

❖ **Morgane(1992)** : Il a mis en valeur l'inertie de crédit par l'existence d'engagements de crédits. Il a mené une analyse visant à comparer la réaction des crédits accordés avec engagements et sans engagements. Ainsi, il a mis en évidence le comportement des dépenses d'investissement des grandes entreprises et PME dues à une restriction monétaire. Les résultats de cette étude permettent de montrer que, suite à la contraction monétaire, les crédits avec engagements augmentent. De même 60% des grandes entreprises bénéficient de tel arrangement contre 27% seulement des PME, et maintiennent leurs dépenses d'investissements, alors que les crédits non soumis à engagements déclinent.



## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

❖ **Kashyap, Stein et Wilcox (1993)** : La littérature relative au canal de crédit a mis en évidence le rôle joué par l'offre et la demande de crédit. Ainsi, au lieu de se concentrer seulement sur les effets des impulsions monétaires par rapport à l'actif et passif bancaires, ils ont focalisé leurs aspirations sur un autre substitut du crédit bancaire qui est le billet de trésorerie (papier commercial). Dans un contexte de restriction monétaire, la production baisse, ce qui induit à la baisse de la demande de crédit. Cette dernière conduit à la baisse des autres sources de financement. Inversement, si la restriction monétaire entraîne une baisse de l'offre de crédit, il faut prévoir une augmentation des autres sources de financement (KASHYAP et Al. 1993,).

À partir des données empiriques américaines en faveur du canal de crédit, les auteurs en ont créé un modèle qui ressemble à celui de Bernanke et Blinder. Cela pourrait résulter de deux conditions :

- les banques réagissent à la contraction de leurs ressources par une baisse de leurs emplois. Aussi, sur l'actif des banques, il y aura une substitution imparfaite entre crédits et titres ;
- les crédits et titres sont également des substituts imparfaits au passif des entreprises, et de manière que ces derniers ne peuvent pas compenser l'émission des titres en cas de restriction monétaire.

Pour valider la première condition, les auteurs ont comparé la réaction du crédit bancaire et du papier commercial à une restriction monétaire. Pour cela, ils définissent une ration dénommée (MIX) qui égale au rapport entre crédits bancaires et la somme du crédit bancaire et du papier commercial. En effet, ce ratio se replie dans les périodes de restriction monétaire. C'est-à-dire, les crédits bancaires baissent plus que les émissions de papier commercial, ce qui implique une augmentation de ce dernier, qui est due à une restriction d'offres de crédits. Cela permet aux investisseurs de chercher d'autres sources de financement. En revanche, le ratio s'accroît en phase de reprise. En agissant sur le coût de financement externe, la baisse de l'offre de crédit serait susceptible d'affecter l'investissement des entreprises, donc des effets sur la croissance.

Ainsi, Bernanke a surligné une analyse du pouvoir prédictif de la marge entre le taux des billets de trésorerie et le taux des bons de trésor sur la croissance économique. Pour lui, l'élargissement de cette marge est le signe d'une restriction d'offres de crédits, donc les

## Chapitre II Les canaux de transmission de la politique monétaire

---

entreprises s'orientent vers des financements alternatifs (l'augmentation d'émissions de billets de trésoreries).

❖ **Gertler et Gilchrist** : Ils complétant l'analyse de KSW, par une autre désagrégation selon la taille des entreprises, et selon la réponse du crédit bancaire et non bancaires aux changements monétaires. Gertler et Gilchrist affirment que le comportement des entreprises en matière de financement est différent selon leur taille. En effet, pendant une récession monétaire, les ventes des grandes entreprises sont stables, en augmentant leurs recours à l'emprunt bancaire et émettant davantage de papiers commerciaux, alors que les prêts bancaires aux petites entreprises déclinent davantage dans cette période. En revanche, les ventes et les crédits bancaires baissent aussi pour les PME qui n'ont pas un accès au marché des capitaux (marché des papiers commerciaux). Néanmoins, ces auteurs ont constaté que les crédits bancaires sont plus sensibles au resserrement monétaire, ce qui résulte que la politique monétaire a un effet plus significatif sur les PME et que le marché de crédit est plus en convenance pour le mécanisme de transmission monétaire.

### Conclusion

La littérature économique distingue deux canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire : le canal du taux d'intérêt favorisant l'influence des taux d'intérêt sur les investissements, le canal du taux de change privilégiant le rôle des prix de certains actifs dans l'évolution des dépenses et du niveau général des prix. Cependant, ces deux canaux paraissent insuffisants et les doutes grandissants sur la pertinence du canal monétaire, ainsi que le manque de preuves empiriques, afin d'apprécier efficacement la transmission de la politique monétaire, certains économistes ont commencé à chercher d'autres canaux de transmission qui peuvent affecter la sphère économique réelle. Ces recherches sont englobées dans l'optique du canal de crédit et du canal d'information.

Le canal de crédit a bénéficié d'une place particulière et continue de revêtir une importance majeure dans la plupart des pays industrialisés au cours des années 1990, malgré le développement du marché des capitaux.

Afin d'examiner son efficacité, plusieurs études ont été menées dans le but de tester ses implications dans la transmission des effets de la politique monétaire ainsi son importance par rapport au canal monétaire, et par conséquent de forte implication sur la sphère réelle de l'économie.

## **CONCLUSION GENERAL**

Dans le cadre de ce mémoire, nous nous avons essayé de répondre à une question essentielle, celle de vérifier l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire, et plus particulièrement voir si le système bancaire transmet les effets de la politique monétaire à la sphère réelle à travers différents modèles économétriques qui ont déjà penché sur le sujet. Ainsi, à travers une revue de la littérature théorique, nous avons retenu que la banque centrale, dans la conduite de sa politique monétaire, évalue les conditions monétaires et effectue des projections macroéconomiques avant de prendre des décisions qui peuvent affecter l'économie réelle. De ce fait, la politique monétaire se situe désormais au cœur des débats relatifs aux mesures susceptibles de favoriser une croissance durable et la stabilité des prix dans une économie.

La recherche théorique développée dans notre travail nous a permis de montrer dans le premier chapitre qu'après débats entre économistes sur le rôle que peut jouer la politique monétaire dans l'économie, un consensus théorique est établi sur le fait qu'il existe des effets réels de la politique monétaire, du moins à court terme.

En effet, la remise en cause de la neutralité absolue de la monnaie, développée par les classiques suite à la crise de 1929, a été expliquée par l'approche keynésienne par le fait que l'économie peut être en situation de sous-emploi. Donc, à travers une création monétaire, l'intervention peut se faire entre auteurs, pouvant ainsi stimuler l'activité économique. L'Etat procède à un arbitrage chômage- inflation, dans le cadre d'une courbe de Philips, en fonction de la situation de l'économie.

À la fin des années 1970, une hausse parallèle du chômage et de l'inflation est apparue. L'arbitrage recommandé par Keynes n'est plus possible. Alors, les monétaristes expliquent, dans le cadre de la théorie quantitative de la monnaie, qu'à long terme, la politique monétaire n'a des effets que sur les prix. Elle est donc considérée comme la plus efficace pour lutter contre l'inflation. De ce fait, l'interdépendance entre la sphère monétaire et la sphère réelle doit être considérée différemment si l'on se situe dans le court ou le long terme. En effet, aujourd'hui il est admis que, si à long terme, la politique monétaire a des effets sur le niveau général des prix, à court terme, en revanche, elle peut avoir des effets significatifs sur l'activité économique. Ainsi, depuis quelques années, économistes et hommes politiques recommandent que les objectifs de stabilisation de la production et de l'inflation reviennent à la politique monétaire.

Cette fixation théorique sur les effets de la politique monétaire nous a conduits à exposer, dans le deuxième chapitre, les différentes voies par lesquelles ces effets de la politique monétaire peuvent être acheminés à la sphère réelle de l'économie. Une revue approfondie de

la littérature économique relative aux transmissions monétaires nous a permis de distinguer entre différents canaux de transmission. Les résultants communs de ces différentes voies stipulent qu'il est souhaitable qu'il y ait une fluidité des canaux de transmission entre la sphère monétaire et l'économie réelle, afin que la politique monétaire joue son rôle efficacement.

Poursuivant la logique toujours développée dans la théorie, notre recherche a développé trois grands canaux de transmission de la politique monétaire à savoir, le canal du taux d'intérêt, le canal du taux de change et le canal du crédit. Selon l'optique du canal du taux d'intérêt, une hausse du taux d'intérêt nominal traduit, si les prix sont rigides, une hausse du taux d'intérêt réel qui engendre une diminution de la demande globale et du niveau des prix. Dans un régime de change flottant, ces effets du canal du taux d'intérêt provoquent une appréciation réelle du change dommageable vers la sphère réelle, par le biais d'une diminution de l'offre de crédit des banques (canal étroit de crédit) et par la dégradation de la situation financière des emprunteurs (canal large de crédit).

Ce mémoire est focalisé sur l'analyse de la transmission des effets de la politique monétaire par le canal de crédit bancaire. Autrement dit, il est basé sur le rôle des banques dans la chaîne de transmission des effets monétaire à travers leur comportement d'offre de crédit. Ce choix a été opéré, principalement, en relation aux principes théoriques de ce canal de transmission qui semblent être réunis pour le champ de notre recherche.

Selon les grandes lignes du canal de crédit, vulgarisé par Bernanke et Blinder (1988), le crédit bancaire et les autres moyens de financement ne sont pas parfaitement substituables. Cette non substituabilité revient à la place qu'occupe les banques dans le financement de l'économie, y compris dans des économies dites orientées marchés. En raison des frictions informationnelles, certains agents n'ont pas la possibilité de se financer sur les marchés des capitaux. Pour les partisans de ce canal, le crédit bancaire est donc spécial notamment, pour ces agents qui n'ont pas accès à d'autres sources de financement.

Par ailleurs, le mécanisme du canal de crédit peut être décrit comme suit : une politique monétaire restrictive (hausse des taux d'intérêt), réduit les réserves des banques suite à la baisse des dépôts. Pour compenser cette baisse de réserves, les banques diminuent leur offre de crédits, ce qui affecte négativement les dépenses d'investissement et de consommation des agents dépendants du crédit bancaire, les petites entreprises et les ménages.

Par ce mécanisme, nous pouvons déduire que le canal de crédit sera efficace seulement si, une politique monétaire restrictive limite effectivement la capacité des banques à prêter. Autrement dit, la banque centrale doit être en mesure d'affecter l'offre de crédit et les banques

ne doivent pas avoir un moyen de contourner sa politique. En effet, si les banques ont accès à d'autres sources de financement (obligations, certificats de dépôts, émissions d'actions...), elles peuvent absorber le choc de taux sans diminuer leur offre de crédits. De même, un excès de liquidité structurel du système bancaire peut réduire l'efficacité de la politique monétaire, puisque les banques commerciales auront la possibilité de débrancher leur offre de crédit de la politique de taux de la banque centrale. Le canal de crédit implique également que les banques doivent être en mesure d'affecter les dépenses des investissements et ménages. Donc, elles ne doivent pas pouvoir compenser la baisse du crédit par l'émission de titres sur le marché financier. Ceci suppose qu'ils sont dépendants du crédit bancaire en raison des asymétries de l'information.

En outre, après le fondement théorique développé dans les travaux de Bernanke et Blinder (1988), qui ont fait du canal de crédit un canal de transmission de la politique monétaire à part entière, ce canal a fait l'objet de plusieurs travaux empiriques. En effet, ces auteurs (1992) ont procédé à la validation empirique de leur théorie en se basant sur les données américaines. Bernanke et Blinder ont trouvé que la politique monétaire de la Réserve Fédérale affecte la fonction d'offre de crédits des banques, ce qui affecte à son tour l'activité réelle de l'économie. Ils ont conclu que le canal de crédit amplifie et propage les effets de la politique et l'ont considéré alors comme un canal complémentaire au canal monétaire et non contradictoire.

Par la suite, plusieurs auteurs ont mené des études empiriques sur le canal de crédit, dans le but, de résoudre le problème de spécification de la baisse de l'offre ou de la demande de crédit. En effet, la baisse du crédit constatée dans ce type d'analyse peut correspondre à une baisse de demande de crédit plutôt que de son offre. Dans ce cas, il s'agit du canal monétaire et non du canal de crédit. Pour répondre à ce problème d'identification, une désagrégation par type de crédit (Morgane [1992]), et une autre désagrégation par type d'entreprise (Kashap, Stein et Wilcox [1993]), ont été adoptées. Les résultats communs de ces différents travaux ont soutenu la thèse du canal de crédit dans la transmission des effets de la politique monétaire américaine. Certaines de ces études ont validé l'existence de ce canal.

En somme, ceci est un travail qui a nécessité une minutieuse recherche théorique afin d'effectuer toute une synthèse des travaux faits par d'éminents chercheurs sur le thème de la productivité des canaux de transmission monétaire. Il serait judicieux de procéder à l'avenir à une étude empirique pour confirmer ces résultats, notamment pour le cas de l'Algérie.

## **Références bibliographie**

- 1- ABDENNOUR Fawzi. (1999), « Les canaux de transmission de la politique monétaire : Analyse théorique et application sur données tunisienne », *revue d'économie tunisienne*, Tunis, N°10.  
[https://www.researchgate.net/publication/236615860\\_ABDENNOUR\\_Faouzi\\_1999\\_Les\\_canaux\\_de\\_transmission\\_de\\_la\\_politique\\_monetaire\\_Analyse\\_theorique\\_et\\_application\\_sur\\_donnees\\_tunisienne\\_publie\\_dans\\_Revue\\_tunisienne\\_d'economie\\_n\\_9](https://www.researchgate.net/publication/236615860_ABDENNOUR_Faouzi_1999_Les_canaux_de_transmission_de_la_politique_monetaire_Analyse_theorique_et_application_sur_donnees_tunisienne_publie_dans_Revue_tunisienne_d'economie_n_9), consulté le 17/03/2020.
- 2- ALAOUI ISMAILI Myriem, EL AYOUBI Amine. (2006), « Objectifs et instrument de la politique monétaire », séminaire, université Mohammed V, Maroc.
- 3- AWDENI Wissem. (2007), « Mutations financières et canaux de transmission de la politique monétaire : cas de la Tunisie », mémoire de master, Ecole Supérieure de Commerce ESC Sfax, Tunis.
- 4- BATES Samuel (2006), « Effectivité des canaux de transmission de la politique monétaire », thèse de doctorat, université des Antilles de la Guyane, France.
- 5- BENCHIMOL Jonathan. (2007), « Le canal du prix des actifs en zone euro », *revue de la littérature*,  
<http://www.jonathanbenchimol.com/data/teaching/up1-financial-mutations-monetary-policy/revue.pdf>, consulté le 06/08/2020.
- 6- BERNANKE Ben S., BLINDER Alan S (1988), « Credit, Money and Aggregate Demand », *the American Economic Review*, Vol. 78, No. 2.
- 7- BOUYACOUB Brahim. (2018), « La politique monétaire et la croissance économique (cas de l'Algérie) », thèse de doctorat, université d'Oran 2.
- 8- CARL NALLY Simon. (2017), « Les canaux de transmission de la politique monétaire en Haïti une approche narrative (1996-2016) », mémoire de master, université d'Etat d'Haïti.
- 9- CATHERINE Bruno. (1997), « Transmission de la politique monétaire et régime de changes : une comparaison France - Allemagne - Etats-Unis », *Revue de L'OFCEP*, N°61.  
[https://www.persee.fr/doc/ofce\\_07516614\\_1997\\_num\\_61\\_1\\_1455#:~:text=En%20France%2C%20quel%20que%20soit,l'un%20l'autre.&text=La%20monnaie%20cause%20Oles%20](https://www.persee.fr/doc/ofce_07516614_1997_num_61_1_1455#:~:text=En%20France%2C%20quel%20que%20soit,l'un%20l'autre.&text=La%20monnaie%20cause%20Oles%20), consulté le 30/05/2020.
- 10- DOMINIQUE Plihon. (2004), *La monnaie et ses mécanismes*, 4<sup>ème</sup> édition, la découverte, Paris.
- 11- GAUDRON Pascal, LE CARPENTIER- MOYAL Sylvie. (2006), *Economie monétaire et financière*, Economica, Paris



- 12- HALOUANE Siham. (2017), «Analyse de l'efficacité du canal de crédit dans la transmission de la politique monétaire en Algérie», thèse de doctorat, université de Bejaïa.
- 13- HAUTCOEUR Pierre-Cyrille. (2012), « Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les trente Glorieuses 1945-1973 », thèse de doctorat, école des hautes études en science sociales, école d'économie de Paris.
- 14- JAFFRE Philippe (1996), *Monnaie et politique monétaire*, 4<sup>ème</sup> édition, ECONOMICA, Paris.
- 15- KASHYAP Anil K., Stein Jemery C., Wilcox David W. (1993), « Monetary policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance », *the American Economic Review*, Vol. 86 N° 1.
- 16- LABOSSIÈRE Eddy Nicolas. (2013), « Crédibilité et efficacité de la politique monétaire emphase sur Haïti », thèse de doctorat, université des Antilles de la Guyane.
- 17- MASSAER Marone. (2010), « Système financiers et canaux de transmission de la politique monétaire », thèse de doctorat, université de Bourgogne
- 18- MISHKIN Frederic S. (1996), « les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire », bulletin de la banque de France – N°27.
- 19- MVONDO Emilie Thierry. (2011), « L'hypothèse de neutralité monétaire : une application en zone franc », thèse de doctorat, université de Nancy 2.
- 20- NEUPAUEROVA Marianna. (2016), « Nature et évolution de la politique monétaire en Slovaquie depuis 1990 », thèse de doctorat, université Nice Sophia Antipolis membre de université COTE D'AZUR.
- 21- OULD Hennia Hadjer. (2017), « Performance de la banque centrale et efficacité de la politique monétaire en Algérie 1990-2004 », thèse de doctorat université d'Oran 2.

### ➤ Sites Web

- <http://aimerleconomie.blogspot.com/2013/05/hypotheses-et-architecture-global-du.html#:~:text=Le%20mod%C3%A8le%20permet%20d'%C3%A9tablir,%2C%20d'ou%20LM>), consulté le 01 août 2020.
- <https://www.melchior.fr/le-modele-lm>; consulté le 20 juillet 2020.
- <https://fr.slideshare.net>; consulté le 04 avril 2020.
- <http://www.persee.fr>; consulté le 30 mai 2020.
- <http://tel.archives-ouvertes.fr>; consulté le 30 mai 2020.

## Références bibliographiques

---

- <http://www.ofce.sciences-po.fr>; consulté le 30 mai 2020.
- <http://www.banqueducanada.ca>; consulté le 30 mai 2020.
- <http://www.jstor.org>; consulté le 03 juin 2020.
- <http://www.banque-france.fr>; consulté le 01 juin 2020.
- [https://fr.wikibooks.org/w/index.php?title=La\\_pol](https://fr.wikibooks.org/w/index.php?title=La_pol), consulté le 11 juillet 2020.
- [https://www.academia.edu/18086306/OBJECTIFS\\_ET\\_INSTRUMENTS\\_DE\\_LA\\_POLI\\_TIQUE\\_MONETAIRE\\_DE\\_LA\\_BCEAO\\_1](https://www.academia.edu/18086306/OBJECTIFS_ET_INSTRUMENTS_DE_LA_POLI_TIQUE_MONETAIRE_DE_LA_BCEAO_1), Consulté le 19 mars 2020.
- [https://fr.wikibooks.org/wiki/La\\_politique\\_mon%C3%A9taire/Le\\_mod%C3%A8le\\_CC/LM](https://fr.wikibooks.org/wiki/La_politique_mon%C3%A9taire/Le_mod%C3%A8le_CC/LM), consulté le 10/06/2020.

*Liste d'illustrations*

Tableau n°01 : Synthèse d'objectifs et instruments de la politique monétaire-----	25
Tableau n°02 : Bilan bancaire simplifié-----	39
Figure n°01 : La demande totale de la monnaie-----	12
Figure n°02 : Le modèle IS/LM -----	29
Figure n°03: Le modèle CC/LM -----	43

# **Table des matières**

<b>Dédicaces</b>	
<b>Remerciements</b>	
<b>Liste des abréviations</b>	
<b>Sommaire</b>	
<b>INTRODUCTION GENERALE-----</b>	<b>01</b>
<b>CHAPITRE I : CADRE THEORIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE</b>	
Introduction -----	05
<b>Section I : Ecoles de pensée de la politique monétaire -----</b>	<b>06</b>
I-1 Définition de la politique monétaire-----	06
I-2 les principales théories de la politique monétaire-----	06
I-2-1 La théorie classique-----	06
I-2-2 La conception keynésienne de la monnaie-----	09
I-2-3 L'Approche monétaire -----	12
<b>Section II : Les objectifs et les instruments de la politique monétaire-----</b>	<b>13</b>
II-1 Les objectifs de la politique monétaire-----	13
II-1-1 Les objectifs finals, ultimes ou généraux-----	14
II-1-2 Les objectifs intermédiaires ou spécifiques-----	16
II-1-2-1 Les objectifs quantitatifs -----	17
II-1-2-2 Objectif du taux d'intérêt -----	19
II-1-2-3 Objectif du taux de change -----	19
II-1-3 Les objectifs opérationnels-----	20
II-2 Les instruments de la politique monétaire -----	20
II-2-1 Les instruments directs (instruments quantitatifs) -----	21
II-2-1-1 L'encadrement du crédit -----	21
II-2-1-2 La sélectivité des crédits -----	21
II-2-2 Les instruments indirects -----	22
II-2-2-1 Les réserves obligatoires-----	22
II-2-2-2 le taux de réescompte (la politique de refinancement)-----	23

II-2-2-3 L'open Market-----	24
II-2-2-4 Les taux directeurs (les facilités permanentes) -----	25
Conclusion-----	26
<b>CHAPITRE II : LES CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE</b>	
Introduction -----	27
<b>Section I : Types des canaux de transmission de la politique monétaire-----</b>	<b>27</b>
I-1 Le canal du taux d'intérêt -----	27
I-1-1 Le cadre théorique de base (le modèle IS/LM) -----	27
I-1-2 Les mécanismes de transmissions-----	29
I-2 Les canaux du crédit -----	31
I-2-1 Le canal étroit du crédit (canal strict du crédit -----	31
I-2-2 Le canal large du crédit (canal du bilan -----	32
I-3 Autres canaux de transmission -----	33
I-3-1 Le canal du taux de change-----	33
I-3-2 Le canal du prix des actifs financiers ou canal du marché financier -----	34
I-3-3 le canal des anticipations -----	37
<b>Section II : Le canal de crédit : une revue de la littérature théorique et empirique -----</b>	<b>37</b>
II-1 Le modèle fondateur du canal de crédit : le modèle CC/LM -----	38
II-1-1 Les hypothèses de base du modèle de Bernanke et Blinder -----	38
II-1-2 Les fondements théoriques du modèle-----	39
II-1-3 Analyse de l'efficacité de la politique monétaire -----	43
II-2 Les résultats empiriques-----	43
II-2-1 Les tests sur données macro-économiques-----	44
II-2-2 Etudes sur des données désagrégées -----	48
Conclusion -----	50
<b>CONCLUSION GENERALE -----</b>	<b>51</b>
<b>Bibliographie-----</b>	<b>54</b>
<b>Liste d'illustrations-----</b>	<b>57</b>

**Table des matières** .....58

**Résumés**

## Résumé

La politique monétaire se définit comme étant l'ensemble des techniques et moyens utilisés par les autorités monétaires pour contrôler la quantité de monnaie en circulation. De ce fait, l'objectif principal de la politique monétaire est d'avoir, une stabilité des prix, en faisant en sorte de réaliser d'autres objectifs intermédiaires.

La transmission des impulsions de la politique monétaire, à travers le canal de crédit, vers la sphère réelle est bien déterminée, l'implication empirique de ce canal reste encore à vérifier, surtout pour certains économistes. L'objet de ce mémoire est alors de proposer une analyse économique sur l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire, à travers une revue de la littérature théorique argumentée par différents modèles économétriques qui ont déjà penché sur le sujet.

**Mots clés :** politique monétaire, transmission monétaire, canal de crédit, inflation.

---

## Summary

Monetary policy is defined as the set of techniques and means used by monetary authorities to control the quantity of money in circulation. Therefore, the main objective of monetary policy is to have price stability, ensuring that other intermediate objectives are achieved.

The transmission of the impulses of monetary policy, through the credit channel, to the real sphere is well determined, the empirical implication of this channel still remains to be verified, especially for certain economists. The object of this thesis is then to propose an economic analysis on the efficiency of the transmission channels of monetary policy, through a review of the theoretical literature argued by different econometric models which have already looked into the subject.

**Keywords:** monetary policy, monetary transmission, credit channel, inflation.

---

## ملخص

تُعرّف السياسة النقدية بأنها مجموعة الأساليب والوسائل التي تستخدمها السلطات النقدية للتحكم في كمية الأموال المتداولة. لذلك، فإن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية هو استقرار الأسعار، وضمان تحقيق الأهداف الوسيطة الأخرى. إن انتقال نبضات السياسة النقدية، من خلال قناة الائتمان، إلى المجال الحقيقي محدد بشكل جيد، ولا يزال الأثر التجريبي لهذه القناة في انتظار التحقق منه، خاصة بالنسبة لبعض الاقتصاديين. الغرض من هذه الأطروحة هو اقتراح تحليل اقتصادي حول كفاءة قنوات نقل السياسة النقدية، من خلال مراجعة الأدبيات النظرية التي ناقشتها النماذج الاقتصادية القياسية المختلفة التي بحثت بالفعل في الموضوع.

**الكلمات المفتاحية:** السياسة النقدية، التحويل النقدي، قناة الائتمان، التضخم.