

Université Abderrahmane Mira-Bejaia

Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

Département des Sciences Economiques

Mémoire de fin de cycle

En vue de l'obtention du diplôme de Master en Sciences Economiques

Option : Monnaie Banque et Environnement International

Thème :

**Essai d'analyse de l'efficacité de la politique
monétaire en Algérie dans la maîtrise de
l'inflation**

Réalisé par :

Mr. OTIENO Charles Odhiambo Owuor

Sous la direction de :

Mr. AGGOUNE Karim

Promotion : 2013 / 2014

DEDICACES

Je dédie ce modeste travail :

A mes chers parents qui m'ont toujours soutenu et encouragé tout au long du mon parcours d'étude ;

A ma grand-mère ;

A mon oncle que Dieu lui garde dans son vaste paradis ;

A mes sœurs et frères ;

A toute la famille BELKACEMI ;

A tous mes amis (es) ;

Et à tous ce qui ont contribué de loin ou de près à la réalisation de ce travail.

Charles.

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier Dieu pour la santé, m'avoir aidé, m'avoir donné toute la volonté nécessaire à mener jusqu'au bout de mon cursus et travail.

A mon encadreur monsieur AGGOUNE Karim, à qui je rends un grand hommage pour sa générosité, ses conseils et ses orientations durant cette période ;

Un hommage à mes très chers parents et les membres de ma famille, un merci infini ;

Je remercie tous mes enseignants, à titre particulier monsieur LALLALI Rachid, responsable de master « Monnaie banque et environnement international » ;

A mes très chers amis et tous mes camarades de ma classe.

Charles.

SOMMAIRE

Introduction générale	1
Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la politique monétaire	4
Introduction	4
Section 1- Les objectifs de la politique monétaire	4
Section2- Les instruments de la politique monétaire	6
Section 3- Les mécanismes de transmissions de la politique monétaire.....	9
Section 4- Les modes d'intervention de la banque centrale.....	14
Section 5- L'efficacité de la politique monétaire	15
Section 6- La conduite de la politique monétaire selon les régimes économiques	16
Conclusion.....	20
Chapitre 2 : La politique de ciblage d'inflation	21
Introduction	21
Section1- Motivation d'apparition et définition de ciblage d'inflation.....	21
Section 2- Les conditions structurelles et institutionnelles	24
Section 3- Les conditions méthodologique de ciblage d'inflation	26
Section 4- Avantages et inconvénients de ciblage d'inflation	31
Section 5 : Les règles de conduite de la politique de ciblage d'inflation.....	34
Conclusion.....	38
Chapitre 3 : L'efficacité de la politique monétaire en Algérie en termes de ciblage d'inflation	40
Introduction	40
Section 1- La conduite de la politique monétaire en Algérie durant la période d'économie planifié (1970-1989).....	41
Section 2- La conduite de la politique monétaire durant la période de transition vers l'économie de marché (1990-1999)	47

Sommaires

Section 3- La politique monétaire durant la période d'économie de marché (2000-2012) et la politique de ciblage d'inflation en Algérie.....	51
Conclusion.....	58
Conclusion générale	60
Bibliographie	62
La liste des figures	64
La liste des tableaux	65
Table des matières.	

Introduction
générale

INTRODUCTION GENERALE

La politique monétaire a connu d'importantes mutations depuis les années quatre vingt. La longue période de forte inflation qui a prévalu au cours des années 70 et 80 n'est plus acceptable sur le plan politique. Alors toutes les réformes (l'indépendance des Banque Central vis-à-vis les autorités politique), qui englobent la nouvelle conception (ex : ciblage de l'inflation) de la conduite de la politique monétaire, visent à s'attaquer à la racine du problème d'inflation.

En effet, dans ce nouveau contexte, la politique monétaire a été confiée à une Banque Centrale indépendante dont l'objectif final consiste à stabiliser les prix. En se basant sur les idées développées par le courant de nouveau classique, notamment avec les économistes Finn E. Kydland et Edward C. Prescott (1977) et Robert J. Barro et David B. Gordon (1983), qui considèrent que la politique monétaire est confrontée à l'incohérence temporelle basée sur la non crédibilité du gouvernement face à la politique discrétionnaire, ces derniers, la politique discrétionnaire devrait être placée par une politique basée sur des règles strictes et invariantes pour éviter toute incohérence temporelle génératrice de fluctuations de l'inflation. Ces idées ont donné naissance à de nouvelles conceptions de la politique monétaire se traduisant par le « ciblage d'inflation ».

La politique monétaire est beaucoup plus efficace si elle constitue un solide point d'ancrage des anticipations d' inflation, c'est-à-dire des anticipations relatives a la hausse future des prix. A cet égard, les banques centrales doivent non seulement préciser leurs objectifs, les détailler et adopter une méthode cohérente et systématique pour conduire la politique monétaire, mais également communiquer de manière claire et ouverte. Il s'agit d'éléments essentiels pour parvenir a un degré élevé de crédibilité. Si une banque centrale ne tient pas ses promesses, le public ne lui accordera plus sa confiance, ce qui aura pour effet de mettre à mal la crédibilité de la banque. Par conséquent, la crédibilité constitue une condition préalable indispensable pour influencer les anticipations d'inflation.

Le ciblage de l'inflation est un cadre de politique monétaire permettant à la Banque Centrale d'assurer un faible taux d'inflation. Le ciblage consiste en la détermination d'une cible d'inflation à atteindre, dans un délai fixé à l'avance. Il permet ainsi de publier les prévisions d'inflation et d'adopter, par anticipation, les mesures telles que le contrôle des prix qui s'imposent pour maîtriser ces derniers. Mais le ciblage de l'inflation nécessite de la Banque centrale un minimum d'indépendance, ainsi que la mise en place d'un dispositif approprié d'analyse et de prévision. Le ciblage suppose de choisir entre un taux cible ponctuel et une zone cible (la cible se situe alors dans une fourchette de taux). C'est cette dernière option qui est généralement choisie par les banques centrales, compte tenu du risque de manquer le taux cible, du fait des difficultés inhérentes à la prévision de l'inflation.

Dans le même sillage, et en vue d'achever les antinomies « règles-discrétion », « flexibilité-rigidité », la recherche récente sur la conduite de politique monétaire a donné lieu à l'apparition de la règle de Taylor (1993) en est l'expression la plus connue. La place ainsi dévolue à la notion de règle optimale dans la conduite de la politique monétaire est justifiée par des critères de crédibilité et de transparence dans un contexte où les changements structurels se produisent continuellement et/ou la Banque Centrale est incertaine quant à la vraie structure de l'économie. La règle de Taylor comme étant l'amorce de règles actives, doit sa popularité aux clarifications théoriques ultérieures apportées notamment par L. Svensson (1997, 1998, 1999). Ce dernier présente la règle de Taylor comme un cas particulier de stabilisation de l'inflation à un niveau cible, que cet objectif soit ou non complété d'une volonté de stabilisation cyclique de l'activité (« stricte » versus « flexible inflation targeting »). L'efficacité de la politique monétaire est liée, pour certains¹, à sa capacité de définir et d'annoncer des objectifs clairs présentant un repère aux anticipations des agents économiques et des opérateurs du marché. Pour d'autres, la politique monétaire est efficace quand le taux d'intérêt directeur de la Banque Centrale peut influencer le taux d'intérêt directeur du second marché². Compte tenu de délais d'actions de la politique monétaire sur l'inflation, les autorités monétaires devront expliquer leur stratégie et les facteurs qui influencent leurs décisions de manière claire et fréquente, préalable à l'acquisition d'une véritable crédibilité.

Ainsi, l'adoption d'un objectif de maîtrise d'inflation dans plusieurs pays développés a amené les banques centrales à prendre un certain nombre de mesures dans le but d'atteindre cet objectif et d'accroître leur crédibilité. Les stratégies conçues par les banques centrales dans des pays occidentaux, qui ont adopté le ciblage d'inflation explicites (l'expérience pionnière celle de Nouvelle Zélande), qui ont acquis une indépendance vis-à-vis des autorités politiques et qui ont aussi mis en place des mécanismes de transparence vis-à-vis de leur public, ont réussi cette maîtrise et réalisé un haut degré de crédibilité.

Bien que d'autres pays soient en train d'évoluer graduellement dans l'introduction de cette nouvelle approche dans la conduite de la politique monétaire comme les économies en transitions (République de Tchèque, la Roumanie, la Pologne, la Hongrie...) et d'autres pays comme le Brésil et les Philippines, certains autres pays en voie de développement connaissent de grosses difficultés dues à leurs instabilités politiques, à la dépendance de leurs institutions d'émissions par une politique monétaire tracée par leurs gouvernements.

L'Algérie à la faveur de l'amendement de la loi 90-10 du 14/04/1994, relative à la monnaie et au crédit, et les ordonnances la modifiant et la complétant, a explicitement désigné la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire. Cela constitue une part

¹ Mohsen Brahmî et Sonia Zouary « Degré de pertinence de la politique de ciblage d'inflation », *International Journal of Innovation and Applied Studies*, vol 2 No. 1 Jan. 2013, page : 22

² Zehra Yeşim GÜRBÜZ BEŞEK, « Crédibilité et l'efficacité de la politique de ciblage d'inflation en Turquie sur la période 2002 et 2006 », thèse de doctorat en science économique, Université Rennes2, 2008, page : 165.

considérable vers la construction d'une architecture institutionnelle adaptée pour le ciblage d'inflation. Un effort particulier doit, néanmoins, être mené pour accomplir les exigences institutionnelles et techniques indispensables pour rendre le ciblage d'inflation une alternative crédible à la politique monétaire « conventionnelle » en Algérie. La stabilisation de l'inflation à des niveaux bas constitue le premier objectif ultime de la politique monétaire dans le cadre de cette stratégie du ciblage d'inflation. Ceci implique un engagement institutionnel explicite en faveur de cet objectif. L'indépendance de la Banque Centrale constitue un préalable en la matière.

Nous allons essayer de répondre à la question principale suivante : est-ce que la politique monétaire en Algérie est efficace matière de ciblage d'inflation ?

Pour répondre à cette question, nous avons réparti notre travail en trois chapitres, d'où le premier chapitre sera consacré à la présentation des fondements théoriques de la politique monétaire : les objectifs et les instruments de la politique monétaire, les mécanismes de son transmission, les modes d'interventions de la banque centrale, son efficacité et la conduite de la politique monétaire selon les régimes économiques.

Dans le deuxième chapitre, nous allons évoqué la politique de ciblage d'inflation, en faisant référence aux motivations de son apparition et les définitions de ciblage d'inflation, les conditions structurelles et institutionnelles, les conditions méthodologiques de ciblage d'inflation, les avantages et inconvénients de ce dernier et la règle de conduite de la politique de ciblage d'inflation.

Finalement le troisième chapitre portera sur l'efficacité de la politique monétaire en Algérie en termes de ciblage d'inflation ; d'où nous allons fait une analyse sur : la conduite de la politique monétaire en Algérie durant la période d'économie planifiée (1970-1989), la conduite de cette dernier durant la période de la transition vers l'économie de marché (1990-1999) et la conduite de la politique monétaire en Algérie durant la période d'économie de marché (2000-2012).

Chapitre 1

*Les fondements
théoriques de la
politique monétaire*

Chapitre 1 :

LES FONDEMENTS THEORIQUES DE LA POLITIQUE MONETAIRE

S'inscrivant dans le cadre de la politique économique générale, la politique monétaire a pour objet de procurer à l'économie la quantité de monnaie nécessaire pour 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 (prix) comme au niveau externe (change)¹. En adaptant ainsi le volume des moyens de paiement aux besoins de l'économie, la politique monétaire doit éviter un excès de création monétaire, ce qui génère la hausse des prix et un déséquilibre de la balance des paiements. Mais la politique monétaire ne doit pas aussi conduire à une insuffisance de liquidités susceptible de freiner l'activité économique et de provoquer une hausse des taux d'intérêt préjudiciable aux investissements et à l'emploi.

Nous répartissons ce chapitre en six sections. Le premier traitera les objectifs de la politique monétaire de manière générale, la deuxième démontrera les instruments utilisés dans la conduite de la politique monétaire, les mécanismes de transmission de la politique monétaire sera présenté en troisième section. Le quatrième chapitre sera précisément consacré pour les modes d'intervention de la banque centrale, le cinquième et le sixième seront respectivement pour démontrer l'efficacité de la politique monétaire et la conduite de la politique monétaire selon les régimes économiques.

SECTION 1-LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Une bonne politique monétaire est indispensable au bon fonctionnement de l'économie, car si elle est trop expansionniste, elle génère de l'inflation, ce qui nuit à l'efficacité de l'économie et à la croissance. À l'inverse, une politique monétaire trop restrictive peut-être à l'origine d'une sévère récession au cours de laquelle la production baisse et le chômage augmente. Elle peut aussi provoquer la déflation, ce qui peut occasionner de sérieux dégâts dans une économie, parce qu'elle crée une instabilité financière.

11 La stabilité des prix

La stabilité des prix, qui est définie par les banques centrales comme une inflation basse et stable², est de plus en plus considérée aujourd'hui comme l'objectif prioritaire de la politique monétaire. Elle est souhaitable parce qu'une augmentation continue du niveau général des prix (l'inflation) crée une incertitude dans l'économie qui peut être préjudiciable à la croissance économique.

¹Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud « L'Essentiel sur l'Economie », 4^{ème} Edition, Alger, 2007, page 367.

²Mishkin Frederic « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007, page 256.

12 La lutte contre le chômage

La lutte contre le chômage est un objectif important pour deux raisons :

- Un taux de chômage élevé est à l'origine de nombreux problèmes sociaux des ménages se trouvant alors confrontés à des sérieuses difficultés financières ;
- Quand le taux de chômage est élevé, l'économie a non seulement une main-d'œuvre inemployée, mais aussi des ressources (unités de production ou équipements) inutilisées, d'où une perte de production (un PIB plus faible).

S'il est clair que la lutte contre le chômage est un objectif souhaitable, comment définir cet objectif avec précision ? On fait référence à la recherche du plein emploi. À première vue, on pourrait dire que celui-ci correspond à une situation où aucun individu n'est au chômage. Mais ce serait ignorer qu'une partie du chômage (le chômage frictionnel) dû à la recherche de possibilités mutuellement intéressantes de la part des entreprises et des salariés (ne détériore pas le bien-être social, bien au contraire).

En outre, il existe un chômage structurel correspondant à une mauvaise adéquation entre les caractéristiques des offres d'emplois et les qualifications ou les disponibilités de salariés. À l'évidence, cette forme de chômage constitue un réel problème. Néanmoins, la politique monétaire ne peut pas faire grand-chose pour lutter contre elle. Par conséquent, on considère que le plein-emploi est atteint non pas quand le taux de chômage est nul, mais quand le niveau de l'emploi assure l'égalité entre la demande et l'offre de travail³. On dit alors que le taux de chômage est égal au taux de chômage structurel.

13 La croissance économique

La recherche d'une forte croissance est étroitement liée à l'objectif de plein-emploi. En effet, quand on se rapproche de celui-ci, les entreprises augmentent leurs dépenses d'équipement en capital pour améliorer la productivité, ce qui est bon pour la croissance. À l'inverse, si le chômage est élevé et le taux d'utilisation des capacités faible, les entreprises n'ont pas intérêt à augmenter leurs capacités de production et la taille de leurs équipements. Mais cela n'empêche pas la poursuite de politiques de croissance spécifique destinées à encourager l'investissement des entreprises ou l'épargne des ménages, et ce afin d'augmenter le montant des moyens de financement disponibles. C'est l'objectif poursuivi par des politiques dites de l'offre à travers des incitations fiscales à l'investissement et à l'épargne.

14 La stabilité des marchés financiers

L'asymétrie d'information⁴, l'analyse des effets de l'anti-sélection⁵ et le risque moral⁶ nous montrent que les crises financières peuvent affecter les capacités des marchés des

³Mishkin Frederic « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris 2007, page 528.

⁴Est un aspect des marchés financiers où une partie à une transaction a une connaissance insuffisante de l'autre partie pour prendre des décisions exactes. Cela conduit au problème de l'anti-sélection et du risque moral.

capitaux à transférer des fonds vers les agents à besoin de financement, ce qui peut causer un fort ralentissement de l'activité économique. Garantir un système financier stable où les crises sont évitées est donc un objectif important pour une banque centrale⁷.

15 La stabilité des taux d'intérêt

La stabilité des taux d'intérêt est souhaitable parce que leurs fluctuations peuvent créer une incertitude dans l'économie et rendre plus difficile la prise de décision pour le futur. Ces fluctuations influencent, par exemple, les décisions d'achats de logements des ménages : si elles sont fortes, il est plus difficile de savoir quel est le meilleur moment pour acheter, et cela complique aussi les décisions des promoteurs immobiliers sur le choix de nombre de construction à mettre en route. La stabilité des taux d'intérêt contribue aussi à renforcer celle des marchés des capitaux. En effet, leur variabilité crée une grande incertitude pour les institutions financières. Un mouvement de hausse des taux, s'il n'est pas correctement anticipé, peut être à l'origine de pertes importantes sur leurs portefeuilles constitués par des obligations à long terme et des garanties hypothécaires, des pertes qui peut parfois être suffisamment importantes pour les amener à la faillite. Au cours des années 1980 et au début des années 1990, la volatilité accrue des taux d'intérêt a été à l'origine de sérieuses difficultés dans le secteur des caisses d'épargne américaines (savings and loan associations et mutual savings banks), où les faillites ont été nombreuses.

16 La stabilité des marchés des changes

La valeur du taux de change peut être une préoccupation majeure pour une banque centrale en raison des répercussions de ses variations sur l'économie. Une appréciation de la monnaie nationale détériore la compétitivité des secteurs exposés à la concurrence internationale, alors que sa dépréciation est un facteur inflationniste. Une relative stabilité de taux de change a un autre avantage : elle facilite la programmation par les entreprises et par les ménages de leurs achats ou de leurs ventes de biens futurs dans le reste du monde. Par conséquent, le lissage du taux de change (élimination de ses trop fortes fluctuations) est considéré comme un objectif important de politique monétaire, et cette préoccupation est d'autant plus forte que l'économie est plus ouverte⁸.

Les six objectifs fondamentaux de la politique monétaire sont la stabilité des prix (objectif prioritaire), un niveau d'emploi élevé, la croissance économique, la stabilité des taux d'intérêt, la stabilité des marchés financiers et celle du marché des changes.

SECTION 2- LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Les banques centrales cherchent à contrôler le taux d'intérêt à court terme sur le marché de la monnaie centrale en y régulant l'offre par des opérations effectuées aux

⁵L'anti-sélection provient d'une information asymétrique dans la phase qui précède la transaction.

⁶ Intervient après la transaction : le prêteur court le risque que l'emprunteur s'engage dans des activités indésirables de son point de vue parce qu'elles diminuent la probabilité de remboursement de prêt.

⁷Aux États-Unis, la Réserve fédérale a été créée à la suite de la crise financière de 1907 pour assurer la stabilité financière.

⁸Mishkin Frederic « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007, page 529.

conditions du marché. Il faut donc commencer par comprendre comment fonctionne ce marché (le marché monétaire) ainsi que les principes qui guident les interventions des instituts d'émission. Ils disposent de trois catégories d'instruments de politique monétaire : les opérations d'open market, les facilités permanentes et les réserves obligatoires.

21 Le marché de la monnaie centrale et le taux de l'argent au jour le jour

La monnaie centrale est constituée par les avoirs des établissements de crédit à la banque centrale. Elle est échangée sur un marché où les négociations entre banques s'effectuent par téléphone⁹. Les banques y négocient des prêts et des emprunts de monnaie centrale à différentes échéances et avec technique variées. Le secteur le plus actif est généralement celui de l'argent au jour le jour, où les établissements de crédit échangent leurs excédents et leur déficits de trésorerie à un taux d'intérêt, appelé taux de l'argent au jour le jour (TAJJ). C'est ce taux que la banque centrale cherche à contrôler en utilisant les instruments de sa politique monétaire.

22 Les opérations d'open market

Les opérations d'open market sont le principal instrument utilisé par les banques centrales pour atteindre l'objectif fixé pour le taux de l'argent au jour le jour (pilotage des taux d'intérêt et de gestion de liquidité). Donc, la banque centrale intervient directement sur le marché monétaire pour accroître ou restreindre la quantité de liquidité disponible ce qui se répercute sur le prix de l'argent. Cette technique consiste à l'achat ou la vente de titres de créances par la banque centrale sur le marché, avec cette technique, elle fournit ou reprend de la monnaie centrale au système bancaire. Nous distinguons les différentes catégories d'opérations d'open market :

- Les opérations de refinancement : Il s'agit d'une offre de monnaie centrale pour une durée limitée, fixée à l'avance. On distingue :
 - ✓ Les opérations principales de refinancement, dont la périodicité est hebdomadaire et la durée de deux semaines ;
 - ✓ Les opérations de refinancement à plus long terme, dont la périodicité est mensuelle et qui sont assorties d'une échéance de trois mois, ce qui permet aux banques de couvrir leurs besoins de liquidités sur une plus long période ;
 - ✓ Les opérations structurelles de refinancement ;
 - ✓ Les opérations de réglage fin de la liquidité.
- Les opérations d'open market dynamiques : sont utilisées pour faire varier le montant de monnaie centrale.
- Les opérations défensives : visent à neutraliser les variations des facteurs autonomes.

⁹MiskinFrederic « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007, page 493.

23 Les facilités permanentes

Elles sont réalisées dans le cadre de relations bilatérales entre la banque centrale, qui en fixe les conditions, et un établissement de crédit, qui en a l'initiative. Il existe deux types de facilités permanentes : les facilités de prêt, qui fixent une borne supérieure pour le taux de l'argent au jour le jour, et les facilités de dépôt, qui lui fixent une borne inférieure. Une banque centrale peut utiliser les deux et délimiter ainsi un corridor pour le taux de l'argent au jour le jour. Nous distinguons deux types de facilités permanentes :

- La facilité marginale de prêt : offre une solution de recours aux banques pour se procurer de la monnaie centrale car le taux de l'argent au jour le jour ne peut pas s'élever trop au-dessus du taux sur les opérations principales de refinancement ;
- La facilité de dépôt marginale : permet aux banques d'effectuer des dépôts à 24 heures auprès des banques centrales à un taux prédéterminé.

24 Les réserves obligatoires

Le système des réserves obligatoires, permettent la banque centrale d'influencer les conditions de la demande sur le marché de la monnaie centrale, c'est-à-dire les banques ont besoin de la monnaie centrale pour constituer leurs réserves obligatoires, la banque centrale impose à chaque établissement de crédit la constitution de réserves obligatoire sur des comptes des livres de banque centrale. Chaque banque doit détenir un pourcentage des dépôts sur un compte de réserves auprès de la banque centrale. Ces réserves constituent des avoirs pour les banques, elles peuvent en disposer à tout moment comme elles le souhaitent. La banque centrale, est tenue de les convertir en billets sur simple demande, ce sont les avoirs que la réglementation impose aux banques de conserver à la banque centrale. Si les banques constituent des réserves pour un montant supérieur à celui qui est imposé, on parle de réserves excédentaires. La liquidité peut alors être définie comme le montant total des réserves détenues par les banques au bilan de la banque centrale, au-delà du niveau minimum réglementaire. Donc en modifiant la taille et la composition de son bilan, la banque centrale contrôle le niveau de liquidité dans l'économie.

Les banques centrales interviennent sur le marché de la monnaie centrale pour y contrôler le taux de l'argent au jour le jour et influencer, à travers lui, l'économie dans son ensemble. Pour cela, elles commencent par un examen des facteurs autonomes de l'offre de monnaie centrale. Sur cette base, elles déterminent leur action. Comme nous avons vu, chaque type d'instruments de politique monétaire est assigner une fonction précise : les opérations d'open market servent à piloter le taux de l'argent au jour le jour ; les facilités permanentes le maintiennent dans un corridor ; les réserves obligatoires limitent sa volatilité. Cette complémentarité assure une très grande efficacité à la mise en œuvre de la politique monétaire¹⁰.

¹⁰Miskin Frederic « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007,

SECTION 3- LES MECANISMES DE TRANSMISSIONS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Après le succès de l'attaque monétariste sur les idées défendues par les premiers keynésiens¹¹, la recherche économique s'oriente dans deux directions. D'un côté, des versions plus sophistiquées des modèles monétaristes de forme réduite sont utilisées pour voir quelle est l'importance de la monnaie pour l'activité économique. Une seconde voie de recherche adopte une approche par la modélisation structurelle et développe une meilleure compréhension des canaux (sans se limiter aux effets du taux d'intérêt sur l'investissement) à travers lesquels la politique monétaire influence la demande globale. Cette section présente ces principaux canaux ou mécanismes de transmission. L'expression « mécanismes de transmission de la politique monétaire » est utilisée pour désigner « l'action conjuguée des différents canaux par lesquels la politique monétaire agit sur la production et les prix, souvent au terme de délais qui sont longs et variables et qui ne peuvent être entièrement anticipés ».

31 Canaux traditionnels de taux d'intérêt

Il s'agit d'un thème classique de l'analyse économique depuis plus de cinquante ans et aussi du principal mécanisme de transmission de la politique monétaire dans le modèle keynésien de base (IS/LM et AD/AS). La conception keynésienne traditionnelle du mécanisme de transmission de la politique monétaire peut se résumer par le schéma suivant, qui illustre les effets d'une expansion monétaire :

$$\textit{Politique monétaire expansionniste} (M \uparrow) \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Où la conduite d'une politique monétaire expansionniste aboutit à une baisse des taux d'intérêt réels ($i_r \downarrow$) ; celle-ci réduit le coût du capital, ce qui entraîne une augmentation des dépenses d'investissement ($I \uparrow$) et, par la même, un accroissement de la demande globale et de la production ($Y \uparrow$).

Bien qu'à l'origine, Keynes ait présenté ce canal comme agissant principalement par l'intermédiaire des décisions des entreprises en matière de dépenses d'investissement, des études ultérieures ont montré que l'investissement en logement et l'acquisition des biens de consommation durables des ménages étaient également des décisions d'investissement. Par conséquent, le schéma présenté ci-dessus s'applique tout aussi bien à certaines dépenses des consommateurs, I représentant alors les dépenses relatives au logement et à l'achat de biens de consommation durables.

Une caractéristique importante du canal du taux d'intérêt est l'accent qu'il met sur le taux d'intérêt réel plutôt que nominal, comme étant celui qui affecte les décisions des

¹¹Pour les monétaristes, la seule cause de l'inflation est la hausse inconsidérée de la masse monétaire dans l'économie, dont l'évolution supérieure à celle du revenu national, a pour conséquence immédiate la hausse des prix. Cet accroissement indu de la quantité de monnaie est néfaste pour la croissance parce qu'il oblige à lutter contre l'inflation en ralentissant l'activité économique. Pour les keynésiens, en revanche, la cause de l'inflation n'est pas nécessairement monétaire et une hausse importante de la quantité de monnaie ne produit pas automatiquement de l'inflation. Elle peut contribuer à créer du pouvoir d'achat supplémentaire dans une économie où les capacités de production sont en partie inemployées pour cause de chômage et de faible augmentation des revenus.

consommateurs et des entreprises. En outre, c'est le taux d'intérêt réel à long terme, et non à court terme, qui est souvent considéré comme ayant une incidence majeure sur les dépenses. Les modifications du taux d'intérêt nominal à court terme induite par une banque centrale entraînent une variation correspondante du taux d'intérêt réel à court terme et à long terme. Cela s'explique par la rigidité des prix : dans ce contexte, une politique monétaire expansionniste qui abaisse le taux d'intérêt nominal à court terme réduit également le taux d'intérêt réel à court terme ; cet enchaînement resterait encore valable dans un monde régi par les anticipations rationnelles.

Le fait que ce soit non pas le taux d'intérêt nominal mais le taux d'intérêt réel qui exerce une influence sur les dépenses est important pour l'efficacité de la politique monétaire dans un contexte où les taux d'intérêt nominaux s'approchent de zéro lors d'une phase déflation. Avec des taux d'intérêt nominaux à leur valeur planché, une croissance de la masse monétaire ($M \uparrow$) peut augmenter le niveau des prix attendu ($P^e \uparrow$) et donc l'inflation anticipée ($\pi^e \uparrow$) ; entraîner par conséquent une réduction des taux d'intérêt réels ($i_r = [i - \pi^e] \downarrow$) même lorsque le taux d'intérêt nominal est fixé à zéro ; une stimulation des dépenses par le canal du taux d'intérêt peut avoir un enchaînement suivants :

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

En résumé, ce mécanisme indique que la politique monétaire peut continuer d'être efficace même lorsque les autorités monétaires ont déjà ramené les taux d'intérêt nominaux à zéro. De fait, ce mécanisme est un des thèmes principaux des débats monétaristes visant à expliquer pourquoi l'économie américaine ne s'est pas retrouvée prise dans une trappe à liquidité¹² durant la grande crise et pourquoi une politique monétaire expansionniste aurait pu prévenir la chute de la production durant cette période.

32 Canaux des prix d'autres actifs

Une des principales objections des monétaristes au paradigme IS-LM concernant l'analyse des effets de la politique monétaire sur l'économie est que ce modèle se concentre sur le prix d'un seul actif, le taux d'intérêt, et non sur les prix de plusieurs actifs. Les monétaristes retiennent un mécanisme de transmission dans lequel les prix relatifs d'autres actifs et la richesse réelle transmettent des effets monétaire sur l'économie. L'identification de ces autres canaux est une caractéristique des modèles macroéconomiques conçus par des keynésiens, tel Franco Modigliani, qui considèrent les effets des prix de ces autres actifs comme essentiels pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il existe deux actifs clés, en plus des obligations, qui font l'objet de beaucoup d'attention dans la littérature consacrée aux mécanismes de transmission : les devises et les actions.

321 Effets du taux de change sur les exportations nettes

Compte tenu de l'internationalisation croissante des économies et du passage des taux de change flexibles, on s'est davantage intéressé à la transmission de la politique monétaire à travers l'influence des taux de change sur les exportations nettes. Ce canal fait également

¹²Une situation où une augmentation de l'offre de monnaie ne parvient pas à faire baisser les taux d'intérêt.

intervenir les effets du taux d'intérêt, car la baisse des taux d'intérêt réels nationaux réduit l'attrait des dépôts nationaux en monnaie nationale par rapport aux dépôts libellés en monnaie étrangères, ce qui entraîne une chute de la valeur des dépôts en monnaie nationale par rapport aux dépôts en devises (ex : l'euro), c'est-à-dire une dépréciation de l'euro (représentée par $E \downarrow$). La dépréciation de la monnaie nationale abaisse le prix des biens nationaux par rapport aux biens étrangers, ce qui se traduit par une augmentation des exportations nettes ($NX \uparrow$) et donc de la production globale. Par conséquent, le mécanisme de transmission de la politique monétaire par le canal du taux de change est schématisé comme suite :

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

322 Théorie du coefficient q de Tobin

Le coefficient q est défini comme le rapport entre la valeur boursière des entreprises et le coût de renouvellement du capital¹³. D'après cette théorie, la politique monétaire affecte l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions¹⁴.

Lorsque l'offre de monnaie augmente ($M \uparrow$), les agents estiment qu'ils disposent de trop de liquidités par rapport au niveau souhaité et tentent, des lors, de réduire leurs encaisses en accroissant leurs dépenses. Le marché boursier leur offre une possibilité de dépenser ce surplus, ce qui accroît la demande d'actions et fait ainsi monter les cours. En combinant cet effet avec le fait que la hausse des cours des actions ($P_A \uparrow$) entraîne une augmentation du coefficient q ($q \uparrow$), on déduit le mécanisme suivant de transmission de la politique monétaire :

$$\textit{Politique monétaire expansionniste} (M \uparrow) \Rightarrow P_A \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

En revanche, lorsque q est faible, les entreprises ne cherchent pas à acquérir de nouveaux biens d'équipement, car leur valeur boursière est faible par rapport au coût du capital. Si les entreprises veulent se procurer du capital lorsque q est faible, elles peuvent acheter une autre entreprise à un prix avantageux et acquérir ainsi du capital existant. Dans ce cas, les dépenses d'investissement seront faibles.

323 Effets de richesse

La recherche économique s'est aussi attachée à voir comment les décisions des consommateurs peuvent être influencées par leur situation patrimoniale (leurs bilans). Franco Modigliani¹⁵ a été le premier à s'orienter dans cette voie en utilisant son modèle du cycle de vie. Le point de départ de la théorie de Modigliani est que les ménages lissent leur consommation dans le temps¹⁶ et non pas leurs seuls revenus qui déterminent leur consommation. Les actions constituent une composante majeure du patrimoine financier et

¹³Miskin Frederic, « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007, page 806.

¹⁴James Tobin, « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », 1969. Selon une conception plus keynésienne, qui aboutit à la même conclusion, la chute des taux d'intérêt découlant d'une politique monétaire expansionniste réduit l'attrait des obligations par rapport aux actions, ce qui suscite une hausse des cours de ces dernières in Miskin Frederic « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007, page 806.

¹⁵Franco Modigliani, « L'essentielle économique », poche n°2, 2005. In Miskin Frederic « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007, page 806.

¹⁶C'est l'ensemble des ressources qu'ils perçoivent au cours de leur vie.

donc des ressources des ménages. Lorsque leurs cours augmentent, la valeur de ce patrimoine financier s'accroît, et par conséquent les ressources globales des consommateurs pendant l'ensemble de leur vie augmentent. Comme nous avons déjà constaté qu'une politique monétaire expansionniste peut entraîner une hausse des cours ces actions ($P_A \uparrow$), nous en déduisons alors un autre mécanisme de transmission de la politique monétaire :

Politique monétaire expansionniste ($M \uparrow$) $\Rightarrow P_A \uparrow \Rightarrow$ *richesse* $\uparrow \Rightarrow$ *consommation* $\uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

33 Approche par le crédit

L'insatisfaction face aux thèses traditionnelles exposant comment l'action des taux d'intérêt explique l'incidence de la politique monétaire sur les dépenses portant sur des actifs durables a abouti à une nouvelle conception du mécanisme de transmission, qui met l'accent sur l'asymétrie d'information sur les marchés des capitaux. Il existe trois canaux de base pour la transmission de la politique monétaire, découlant des problèmes d'information sur les marchés du crédit : le canal du crédit bancaire, le canal du bilan¹⁷ et le Canal des variations non anticipées du niveau général des prix.

331 Canal du crédit bancaire

Le canal du crédit bancaire est fondé sur l'idée que les banques jouent un rôle spécifique au sein du système financier car elles sont particulièrement bien placées pour résoudre les problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés de crédit. Le canal du crédit bancaire agit de la façon suivante : Une politique 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 conduit à une hausse des dépenses monétaires est la suivante :

$M \uparrow \Rightarrow$ *dépôts bancaires* $\uparrow \Rightarrow$ *prêts bancaires* $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Une conséquence importante du canal du crédit bancaire est que la politique monétaire a 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 sollicité les banques. Cela implique un déclin de l'activité traditionnelle de prêt à l'échelle mondiale, ce qui signifie que les banques jouent un rôle moins important sur les marchés de crédit, d'où une moindre efficacité du canal du crédit bancaire.

332 Canal 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 mauvaise, plus les problèmes d'anti-sélection (sélection adverse) et de risque moral (aléa de moralité) sont aigus lorsqu'il s'agit de lui octroyer des prêts. En effet, une diminution de la situation

¹⁷ Laurent Clerc, « Le cycle du crédit, une revue de littérature : intermédiation, prime de financement externe et politique monétaire », Bulletin trimestriel de la Banque de France, N° 94, octobre 2001, page 43. In Mishkin Frederic, « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007, page 808.

nette des entreprises signifie que les prêteurs disposent d'une moindre garantie en contrepartie de leurs prêts, et les pertes dues à l'anti-sélection sont donc plus importantes. La dégradation de cette situation nette, qui aggrave le problème d'anti-sélection, aboutit par conséquent à une réduction des prêts destinés à financer les dépenses d'investissement. En outre, elle aussi accentue également le problème de risque moral, car cela signifie que la valeur des participations dans l'entreprise diminue pour les propriétaires, ce qui les incite à engager dans des projets d'investissement plus risqués. Comme la probabilité de non-remboursement des prêteurs se trouve par le même renforcée, la dégradation de cette 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 ($P_A \uparrow$) selon l'enchaînement décrit précédemment, renforce la situation nette des entreprises et aboutit à une augmentation des dépenses d'investissement ($I \uparrow$) et de la demande ($Y \uparrow$), puisque les problèmes d'anti-sélection et de risque moral sont atténués. Pour un canal de transmission de la politique monétaire par le bilan, on en déduit donc le schéma suivant :

$M \uparrow \Rightarrow P_A \uparrow \Rightarrow \text{richesse nette} \Rightarrow \text{anti-sélection} \downarrow \text{ et risque moral} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

333 Canal des variations non anticipées du niveau général des prix

Etant donné que les versements au titre d'une dette sont fixés par contrat en termes nominaux, une hausse non anticipée du niveau des prix réduit la valeur du passif d'une entreprise en termes réels (elle allège le poids de la dette), mais pas celle de l'actif, en principe. L'expansion monétaire, qui aboutit à une hausse non anticipée du niveau des prix ($P \uparrow$), accroît par conséquent la situation nette réelle, ce qui atténue les problèmes d'anti-sélection et de risque moral et suscite une hausse des dépenses d'investissement et de la production globale, comme le montre le schéma suivant :

$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \text{ non anticipée} \Rightarrow \text{anti-sélection} \downarrow \text{ et risque moral} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

334 Effets sur la liquidité des ménages

Une réduction des prêts bancaire induite par une politique de rigueur monétaire devrait entraîner une baisse des achats de biens de consommation durables et de logements par les ménages, qui n'ont pas accès à d'autres sources de crédit. De même une élévation des taux d'intérêt entraîne une dégradation de la situation patrimoniale des ménages, car la valeur des actifs à revenu fixe est affectée négativement.

Le patrimoine d'un consommateur doit avoir une forte influence sur son estimation de la probabilité qu'il a de subir des difficultés financières. Lorsque les consommateurs détiennent un montant élevé d'actifs financiers par rapport à leur endettement, leur évaluation de la probabilité de connaître des difficultés financières est faible, et ils sont davantage disposés à acquérir des biens de consommation durables ou des logements. Une hausse des cours des actions se traduit par un accroissement de la valeur des actifs ; les dépenses de biens de consommation durables augmentent également, car les consommateurs ont une position financière plus sûre et estiment que la probabilité de subir des difficultés financières

est moindre. On aboutit ainsi à un autre mécanisme de transmission de la politique monétaire, qui agit par le biais de la relation entre liquidité et cours des actions :

$M \uparrow \Rightarrow P_A \uparrow \Rightarrow \text{valeurs des actifs financiers} \uparrow \Rightarrow \text{probabilités de difficultés financières} \downarrow \Rightarrow$
 $\text{dépenses de biens de consommation durable et de logement} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

SECTION 4- LES MODES D'INTERVENTION DE LA BANQUE CENTRALE

Les modes d'intervention de la banque centrale peut-être distingué en deux :

41 Politique discrétionnaire

Est une politique monétaire ajustable et ré-ajustable au gré des circonstances économiques et financières. Par exemple, choc sur le prix de baril du pétrole ; si le prix du baril de pétrole augmente sensiblement mais pour une raison particulière (guerre dans un pays producteur), la probabilité que la hausse des prix soit temporaire est assez élevée. A ce moment-là, on adapte la politique monétaire au contexte et on s'abstient de réagir sur le marché monétaire. C'est-à-dire des actions modifiant des anticipations des agents économiques.

42 La poursuite d'une règle

C'est la poursuite à long terme d'une règle fixe et transparente pour les agents économiques quelles que soient les circonstances économiques. Il existe deux types de règle :

- **Ciblage monétaire** : La BC annonce aux agents économiques qu'elle interviendra sur le marché monétaire de telle sorte que la croissance monétaire ne dépasse pas x% par an. C'est le type de politique monétaire préconisée par Friedman et les monétaristes.
- **Ciblage d'inflation** : La BC annonce aux agents économiques qu'elle interviendra sur le marché monétaire de telle sorte que le taux d'inflation ne dépasse pas x% par an. C'est la politique de la banque centrale européen (BCE).

421 Pourquoi la poursuite d'une règle ?

- Pour une politique monétaire peu interventionniste. Les monétaristes et surtout les nouveaux classiques considèrent la politique discrétionnaire comme source d'instabilité macroéconomique¹⁸.
- Crédibilité. L'inflation est un phénomène où les anticipations des agents économiques jouent un rôle très important. Par conséquent, on considère que si la BC se tient à une politique fixe, alors les anticipations des agents économiques se calqueront sur cette politique. La poursuite d'une règle permet donc à la BC d'acquérir une crédibilité auprès des agents économiques.

¹⁸Lionel Artige « La politique monétaire », Université de Liège, page 16.

Or, dans une économie où la monnaie est dématérialisée, la confiance dans la monnaie repose sur la stabilité des prix et donc sur la crédibilité de la politique monétaire. Le choix annoncé d'une politique d'intervention de la BC peut toutefois être légèrement différent en pratique.

Normalement, si la BC fixe une règle, cela veut dire qu'elle va déterminer le taux d'intérêt en fonction des conditions économiques et de l'objectif poursuivi (stabilité des prix). Comment dès lors utiliser le taux d'intérêt pour atteindre l'objectif du taux d'inflation souhaité ?

422 La règle de Taylor :

John Taylor a répondu à cette question en testant une fonction de réaction de la BC appelée « règle de Taylor » :

$$i = i^* + a(\pi - \pi^*) - b(u - u^*)$$

i : est le niveau du taux d'intérêt nominal à court terme de la BC;

i^* : est le taux d'intérêt nominal visé et compatible avec le taux d'inflation souhaité (cible) π^* ;

π : est le taux d'inflation courant;

u : est le taux de chômage courant;

u^* : est le taux de chômage structurel ;

a, b : sont des paramètres positifs.

SECTION 5- L'EFFICACITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Pour des raisons à la fois institutionnelles et économiques, la politique monétaire dispose de plus de flexibilité que les autres instruments de la politique économique, par exemple que la politique budgétaire et fiscale. Sous cet angle, elle a largement pallié les inefficacité et rigidités d'autres politiques. Quatre observations émergent à propos des performances de la politique monétaire.

- L'efficacité de la politique monétaire n'est pas, a priori, parfaitement symétrique selon qu'il s'agit de freiner ou de relancer l'activité. Mais dans les deux cas, vu la place de la régulation par les taux d'intérêt, l'efficacité dépend beaucoup de la sensibilité de l'offre et la demande vis-à-vis des taux d'intérêt.
- La réussite de la politique monétaire dépend de son degré de coordination avec les autres domaines de la politique économique, en particulier avec la politique budgétaire et fiscale.

- Partout, la politique monétaire agit sur l'activité et sur les prix avec des délais allant, en règle générale, de six mois à un an¹⁹.
- On ne peut séparer l'efficacité de la politique monétaire, de la question des canaux de transmission de la dite politique. Parmi ces canaux, il est de traditionnels (ex : coût du capital), d'autres qui le sont moins mais qui sont fort difficiles à estimer empiriquement et à intégrer dans les modèles, par exemple les effets de richesse, positifs ou négatifs, engendrés par les variations du cours des actions.

SECTION 6– CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE SELON LES REGIMES ECONOMIQUES

La politique monétaire peut être distinguée selon le régime économique adoptée par un pays, que se soit une économie d'endettement ou économie du marché.

61 La conduite de la politique monétaire dans une économie d'endettement

L'économie d'endettement est une économie dans laquelle prédominé le financement par crédit bancaire. Les entreprises sont donc fortement endettées auprès des banques qui se refinancent auprès de la banque centrale.

Selon Hicks, une économie d'endettement est l'économie de découvertes, c'est-à-dire un régime économique dans lequel les marchés monétaire et financiers sont déterminés par la demande d'endettement et sont adoptées à répondre à toute nouvelle demande de fonds, donc il n'y a pas de limite à la création monétaire²⁰.

611 Les caractéristiques de la politique monétaire dans une économie d'endettement

6111 Le financement dans une économie d'endettement

Le système de financement consiste à distinguer entre deux agents :

- Agent a capacité financière.
- Agent a besoin de financement.

Le but étant de rendre compatible les décisions d'épargne et d'investissement, cette cohérence peut être assurée soit de manière centralisé grâce au financement indirect soit de manière décentralisée grâce au marché des titres. Autrement dit le financement sur le marché dans une économie d'endettement reste faible et les marges d'autofinancements réduits. Dans ces conditions les agents a besoin de financements (surtout les entreprises non financière et administrations publiques) font largement appel au financement bancaire pour financer leurs

¹⁹Christian de Boissieu « Monnaie et économie », *économica*, 49, rue Héricart, 75015 Paris.

²⁰Silem A., Albertin J-M, «Léxique d'économie», 7^{ème} édition, Italie, 2002.

investissements et dépenses. Pour juger l'importance de financement indirect dans le financement global de l'économie, on utilise généralement des indicateurs tels que :

- Ratio d'intermédiation financière \Rightarrow Les titres indirects émis (dépôts)/ les titres primaires émis (émis par les emprunteurs et par les émetteurs sur le marché).
- Ratio d'interrelation financière (financial inter-relation ratio) \Rightarrow Valeurs des actifs financiers/ Valeurs des actifs réels

Le refinancement dans ce type d'économie est que la banque centrale se limite à fixer le cadre réglementaire et à influencer le niveau du taux d'intérêt.

- **Rôle de la banque central :** Dans une économie d'endettement, d'une manière quasi-automatique, les banques font appel au refinancement auprès de la banque centrale qui joue le rôle d'un prêteur en dernier ressort. La banque centrale en tant que le prêteur en dernier ressort a donc une contrainte de refinancement, ce qui pèse sur elle. L'offre de monnaie des banques qu'elle ne pourra contraindre qu'à postériori, d'où des difficultés pour le secteur bancaire.
- **L'offre de crédit :** Le système de refinancement en une économie d'endettement fait que l'offre de crédit des banques est illimité, car le refinancement est automatique avec un coût inférieur ou égale à celui du crédit. C'est donc la demande qui détermine la quantité de crédit. Tout va dépendre de son élasticité par rapport au taux d'intérêt. Nous distinguons deux cas : demande peu élastique, plus ou moins indépendante du taux d'intérêt et demande élastique. Lorsque la demande est inélastique, la hausse du taux d'intérêt diminue peu le crédit en circulation ; en revanche, l'élasticité en renforce l'effet²¹.
- **La fixation du taux d'intérêt :** Etant donné le rôle prépondérant de la banque centrale, c'est le taux de ses interventions qui constitue le taux directeur du marché.

Les banques reflétant le comportement de leur clientèle, elles vont donc avoir un comportement de refinancement indépendant du taux d'intérêt puisque le marché accepte pratiquement n'importe quel taux. Elles sont prêtes à payer n'importe quel prix pour se procurer de la monnaie centrale. Il n'y a pas alors, dans cette situation, de possibilité d'intervention par l'intermédiaire du taux d'intérêt, d'où une seule solution : le contrôle quantitatif.

612 Les mécanismes de conduite de politique monétaire d'une économie d'endettement

Les principaux mécanismes dans une économie d'endettement sont : le contrôle quantitatif, le réescompte, les réserves obligatoires et l'action directe sur la demande de monnaie.

²¹Goux J-F, « Economie monétaire et financière », 3^e édition, Paris, 1998.

- **Le contrôle quantitatif :** On s'aperçoit ici du paradoxe de l'économie d'endettement reposant sur le crédit comme moyen de financement, mais qui ne dispose pour tout moyen de contrôle efficace que de la limitation du crédit ;
- **Le réescompte :** C'est la pratique classique de la banque centrale en économie d'endettement, c'est-à-dire l'achat d'un titre mobilisable en échange de monnaie centrale. Le réescompte est un mécanisme limité car :
 - La maîtrise de la quantité de monnaie appartient aux banques, la banque centrale intervient à posteriori ;
 - Le système est asymétrique puisqu'il permet d'injecter de la monnaie, mais ne permet pas d'en reprendre ;
 - Sa lourdeur empêche une manipulation trop fréquente du taux.
- **Les réserves obligatoires :** Le fonctionnement est identique à ce qui passe dans un système bancaire endetté dans une économie du marché.
- **L'action directe sur la demande de monnaie :** Outre l'encadrement du crédit déjà mentionné, il est possible d'intervenir sur l'autre contrepartie de la masse monétaire, les devises, grâce au contrôle des changes.

62 La conduite de la politique monétaire dans une économie du marché

Une économie du marché est le régime économique dans lequel l'allocation des ressources est réalisée sur la base des prix établis sur les marchés ou se recentrent librement et de manière décentralisée entre les offreurs et les demandeurs de biens et services²².

L'économie du marché se caractérise par une prépondérance de la finance directe sur des marchés des capitaux ouverts et unifiés. Le taux d'intérêt, flexible, y joue un rôle directeur ; c'est un prix d'équilibre entre l'offre et la demande de capitaux et le coût des ressources²³. Les autorités monétaires sont face à plusieurs incertitudes :

- La définition de la monnaie est moins précise. La diversité des placements financiers offerts aux agents économiques non seulement à l'intérieur des frontières mais à l'étranger car le système financier est devenu très étroite, favorise des arbitrages incessants qui rendent la demande de monnaie moins stable.
- Les liens entre la quantité de monnaie telle qu'elle est définie et recensée et les grandeurs réelles, la production et prix, se distendent, au moins à court terme. Lorsque la demande de monnaie est relativement constante, un écart à sa tendance signifie, selon le sens de cet

²²Silem A., Albertin J-M, «Léxique d'économie», 7^{ème} édition, Italie, 2002.

²³Goux J-F, « Economie monétaire et financière », 3^e édition, Paris, 1998.

écart, que les agents économiques changent de comportement dans un sens plus ou moins favorable à la dépense et à la consommation.

Les autorités monétaires doivent donc réagir immédiatement car la perte de contrôle de leurs objectifs risque de faire échouer la réalisation de l'objectif final de stabilité des prix.

En revanche, lorsque la demande de monnaie est affectée par les innovations financières, c'est-à-dire que les agents économiques sont sollicités en permanence par l'offre d'une grande diversité de placement, les variations des agrégats de monnaie au-delà ou en deçà de leur tendance ne signifient pas forcément un comportement plus ou moins dépensier, plus ou moins inflationniste, mais de simples aménagements dans la gamme des placements, les anticipations, les modes, le démarchage des intermédiaires financiers.

621 Les mécanismes de conduite d'une économie du marché

Nous avons l'open market, les réserves obligatoires et les actions indirectes sur la demande de monnaie comme principaux mécanismes utilisables dans une économie du marché.

- **L'open market :** La logique d'open market est celle de marché ; à intervalle plus ou moins réguliers, la banque centrale indique aux banques la quantité de monnaie qu'elle est disposée à fournir en contrepartie de titres mobilisables ou négociables (procédures d'appel d'offre). En principe, la confrontation entre l'offre de la banque centrale et la demande de monnaie centrale détermine le prix de la liquidité interbancaire ou taux directeur du marché monétaire qui devient le taux de référence pour les banques.
- **Les réserves obligatoires :** Le système de réserves obligatoires consiste, rappelons-le, en une proportion des dépôts à vue, parfois à terme et éventuellement les crédits, déposés sous formes de monnaie centrale par chaque banque auprès de la banque centrale. Le système est censé avoir des effets différents selon l'état d'endettement du système bancaire :
 - **Le système bancaire qui n'est pas endetté :** Il s'agit d'une situation où les banques disposent de réserves excédentaires, donc volontaires. Une variation du coefficient de réserve exerce deux effets ;
 - ✓ Gel ou libérations de la monnaie centrale excédentaire ;
 - ✓ Diminution ou augmentation de la valeur du multiplicateur monétaire.

Cette action peut se renforcer par une utilisation coordonnée de l'open market.

- **Le système bancaire qui est endetté :** Il ne dispose pas donc de réserves excédentaires. La hausse du coefficient de réserves a des effets suivants :
 - ✓ Les banques sont obligées de liquider des actifs rémunérés afin de respecter la contrainte d'où des difficultés pour les banques ;
 - ✓ Diminution des crédits, ce qui entraîne une hausse de l'activité bancaire ;
 - ✓ Hausse de coût du crédit pour compenser les effets ci-dessus.

L'open market permet de compléter le mécanisme en l'assouplissant éventuellement.

- **L'action sur la demande de monnaie :** Les mesures précédentes avaient pour ambition de maîtriser l'offre ; ici il s'agit, en complément, d'influencer de demande par des actions indirectes, les actions directes ressortissant plutôt à l'économie d'endettement. Les plus courantes sont les actions sur les cours de change et les variations des taux d'intérêts. Dans les deux cas, la hausse des coûts d'obtention des devises ou des crédits diminue l'importance de ces contreparties de la masse monétaire et par conséquent l'accroissement de celle-ci.

Sous le contrôle direct de la puissance publique, les instruments de la politique monétaire agissent soit sur la quantité de monnaie accordée à l'économie (encadrement de crédit, mesures sélectives) soit indirectement sur le coût de crédit (réescompte, réserves obligatoires, intervention sur le marché monétaire). Dans le contexte de la libéralisation financière du 20^e siècle, on privilégie les seconds sur les premiers, faisant ainsi appel à une régulation monétaire par les taux d'intérêts, plutôt que le montant des liquidités fournies à l'économie.

Conclusion

En conclusion, on aperçoit qu'il est très dangereux d'associer systématiquement un assouplissement ou un resserrement de la politique monétaire avec une baisse ou une hausse des taux d'intérêt nominaux à court terme. Étant donné que la plupart des banques centrales ont recours aux taux d'intérêt nominaux à court terme, généralement le taux interbancaire, comme principal instrument de politique monétaire, il existe un risque que ces taux soient l'objet d'une attention excessive, de la part des autorités monétaires comme du public, en tant qu'indicateurs de l'orientation de la politique monétaire.

Les prix des autres actifs, outre ceux des instruments de dette à court terme, fournissent d'importantes indications sur l'orientation de la politique monétaire car ce sont des canaux de transmission essentiels. Comme on l'a vu dans ce chapitre, la recherche économique sur les phénomènes monétaires a fini par établir que les prix d'autres actifs, outre les taux d'intérêt, ont des effets majeurs sur la demande globale (Monétaristes, keynésiens et néo keynésiens soutiennent tous l'idée que les prix d'autres actifs, tel que les cours des actions, les taux de change, les prix des logements et terrains, sont un élément important du mécanisme de transmission de la politique monétaire). Un objectif important de la politique monétaire devrait être d'éviter les fluctuations non anticipées du niveau des prix, ce qui permettrait de justifier la stabilité des prix comme principal objectif à long terme de la politique monétaire. Au cours de ces dernières années, les banques centrales ont entrepris de mettre davantage l'accent sur la stabilité des prix comme principale objectif à long terme de la politique monétaire.

Chapitre 2

La politique de ciblage d'inflation

Chapitre 2 :

LA POLITIQUE DE CIBLAGE D'INFLATION

Durant plusieurs décades, les niveaux élevés d'inflation et sa forte fluctuation ont constitué de grandes menaces pour la stabilité monétaire un peu partout dans le monde. Le début des années 1990 a marqué le début d'une ère de stabilité des prix qui a favorisé l'implémentation de politiques monétaires axées sur le maintien de cette stabilité. D'une perspective historique, le régime de ciblage de l'inflation est la nouvelle solution à la recherche sans fin de l'ancrage nominal de l'économie. Cette approche a été prise en réponse aux difficultés rencontrées par plusieurs pays lors de l'utilisation des agrégats monétaires ou du taux de change comme objectifs intermédiaires de la politique monétaire. Etant une composante importante de la politique économique, les décisions de la politique monétaire affectent de façon claire les niveaux des prix et les équilibres internes et externes. Le cadre de la politique monétaire a connu un développement considérable passant des politiques discrétionnaires aux politiques de règles.

Le régime de ciblage de l'inflation est une stratégie de conduite de la politique monétaire ayant pour objectifs explicite le maintien de la stabilité des prix et se fixe une cible pour l'évolution du taux de l'inflation. Il est identifié à partir d'un modèle général d'anticipation rationnelle basé sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Un des problèmes majeurs de la politique de ciblage d'inflation réside dans l'absence d'une théorie et d'un cadre conceptuel clair permettant de définir son mode d'emploi et les modalités de ses actions. Ce manque théorique avait provoqué une réticence de certains pays envers l'adoption de ce régime monétaire et fait émerger des débats économiques autour de ses pratiques.

Au sein de ce chapitre, nous allons nous focaliser sur le régime de ciblage d'inflation. En premier lieu, nous donnons les motivations conduisant à l'émergence de ce régime et la définition de cette politique monétaire en dégagant ses principales propriétés. Puis, nous étudions les conditions de son implantation. En dernier lieu, nous analysons ses points forts et ses points faibles.

SECTION 1 : MOTIVATIONS D'APPARITION ET DEFINITIONS DE CIBLAGE D'INFATION

Les échecs répétés en matière de stabilité des prix provenant des différents régimes d'ancrage nominal instaurés depuis plusieurs décennies ont induit des divergences profondes sur le mode de réflexion des autorités monétaires et des économistes en la matière. Le premier changement porte sur le statut de la monnaie. Sous le régime de ciblage monétaire, la monnaie est la seule mesure ou le seul objectif intermédiaire à la disposition de la banque centrale via lequel les autorités monétaires mènent des actions en vue de contrôler l'inflation.

Ce fondement se base sur une vision de l'école monétariste qui défend l'existence d'une relation forte entre la monnaie et l'inflation. Cependant cette relation n'est pas toujours simple à identifier et ne peut pas être établie sur le long terme surtout dans un contexte de libéralisation financière. Le deuxième changement réside dans le degré de transparence de la politique monétaire et dans le niveau d'engagement de la banque centrale à assurer ses objectifs et principalement celui de la stabilité des prix.

La politique de ciblage d'inflation tient compte de ces changements profonds. Dans un premier temps, elle repose sur un degré de transparence élevé. Comme le mentionnent Croce et Khan (2000)¹⁴. En effet, ils expliquent ceci par le fait qu'il est plus facile pour le public de comprendre et d'interpréter la fixation d'une cible d'inflation que celle d'un agrégat monétaire ou de taux de change. En outre, la politique de ciblage d'inflation fournit un système de communication envers le public en vue de l'aider à comprendre les actions entreprises (fixation de la cible, horizon) et de lui faire comprendre qu'il est responsable des résultats obtenus.

Dans un second temps, la politique de ciblage d'inflation rejette l'hypothèse que la monnaie est le seul moyen à la disposition des autorités monétaires pour contrôler l'inflation. Ce régime monétaire repose sur le fait que les autorités monétaires sont susceptibles d'utiliser toutes informations qu'elles jugeront utiles afin de stabiliser l'inflation.

La politique de ciblage d'inflation a démarré en 1990 en Nouvelle-Zélande. L'adoption de ciblage d'inflation fait suite aux échecs multiples des politiques antérieures et à la recherche urgente d'un nouveau point d'ancrage. La construction a posteriori de la théorie de ciblage d'inflation fait émerger plusieurs débats. Au début des années quatre-vingt-dix, il n'y avait pas de consensus sur la définition de la politique de ciblage d'inflation. Dans la partie qui suit, nous présentons les principales définitions proposées par la littérature relevant les caractéristiques de ciblage d'inflation.

11 Définitions de ciblage d'inflation

La théorie de ciblage d'inflation a démarré avec Leiderman et Svensson (1995), Svensson (1997, 1998, 1999), Bernanke et Mishkin (1997), Bernanke et *al.* (1999). C'est avec ces auteurs que les premières définitions de la politique de ciblage ont vu le jour. Les premiers travaux apparus durant les années 1990 montrent certaines divergences dans la définition de la politique de ciblage d'inflation. Ce n'est qu'au début des années 2000, qu'il y a eu une convergence vers une définition unique de cette politique.

111 Leiderman et Svensson (1995)¹⁵ proposent une définition plus ou moins large en se basant sur les expériences de la Nouvelle-Zélande, du Canada, de la Finlande et de

¹⁴ Les partisans de ciblage d'inflation font valoir que leur approche maximise la transparence et la communication.

¹⁵ ZIED Ftiti, « Politique de Ciblage d'Inflation, Règles de Conduite, Efficacité, Performance », thèse de doctorat (NR) en science économique, Université de Lyon, 2010.

l'Angleterre : « Le régime de ciblage d'inflation a deux caractéristiques : une cible d'inflation numérique explicite en spécifiant l'indice, le niveau de la cible, l'intervalle de tolérance, l'horizon et la définition des situations possibles sous lesquels les autorités monétaires modifieront la cible l'absence d'une cible explicite intermédiaire telle que le ciblage d'agrégat monétaire ou le ciblage de taux de change ».

112 Eichengreen, Masson, Savastano et Sharma(1997)¹⁶ évoquent quatre piliers de la politique de ciblage d'inflation. « Le ciblage d'inflation repose sur la définition d'une cible explicite d'inflation, la définition des indications claires et non ambiguës qui constituent les objectifs primordiaux conduisant à la stabilité d'inflation. La méthodologie de prévision d'inflation consiste à utiliser toutes les informations susceptibles de fournir des indications sur l'inflation future et à mettre en œuvre une procédure *Forward-Looking* afin de gérer l'instrument de conduite qui dépendra de l'évaluation du taux anticipée par rapport à la cible prédéfinie ».

113 Bernanke et Mishkin (1997) définissent la politique de ciblage d'inflation comme un nouveau cadre d'analyse de la politique monétaire qui consiste en une annonce officielle d'un intervalle cible pour un ou plusieurs horizons. Ils évoquent l'unicité de l'objectif de la stabilité des prix. Ils suggèrent l'annonce explicite de cette stratégie. De plus, ils considèrent que cette politique engendre une croissance du degré de communication avec le public autour des plans et des objectifs à mettre en œuvre.

114 Bernanke et al. (1999) proposent une définition plus détaillée de ciblage d'inflation. Ils considèrent que la politique de ciblage d'inflation est un cadre d'analyse de la politique monétaire caractérisé par une annonce officielle et quantitative d'une cible (ou d'un intervalle cible) d'inflation pour un ou plusieurs horizons et par la reconnaissance qu'un niveau d'inflation faible et stable est la priorité de la banque centrale. L'une des caractéristiques principales de cette politique est ses efforts importants de communication avec le public sur les plans et les objectifs de la politique monétaire. Bernanke et al. (1999) considèrent le ciblage d'inflation comme un cadre d'analyse "Framework" et non pas une simple règle monétaire. Ils estiment que le ciblage d'inflation fournit un cadre d'analyse clairement articulé dans lequel les objectifs et les tactiques des décideurs politiques sont communiqués à l'avance. Cependant, ils pensent que ce régime incarne certains degrés de discrétion. Ils évoquent que le ciblage d'inflation ne constitue pas de simples instructions à la banque centrale mais plutôt qu'il exige l'utilisation conjointe des jugements et de toute information susceptible d'être pertinente afin d'assurer l'objectif de stabilité des prix.

115 Cottarelli and Giannini (1997)¹⁷ définissent le ciblage d'inflation comme suit : Le ciblage d'inflation n'est pas uniquement une pure annonce faite par le gouvernement pour quelques niveaux d'inflation cible sur le court terme mais plutôt c'est l'annonce d'une allure

¹⁶ ZIED Ftiti, « Politique de Ciblage d'Inflation, Règles de Conduite, Efficacité, Performance », thèse de doctorat (NR) en science économique, Université de Lyon, 2010.

¹⁷ ZIED Ftiti, « Politique de Ciblage d'Inflation, Règles de Conduite, Efficacité, Performance », thèse de doctorat (NR) en science économique, Université de Lyon, 2010.

cible d'inflation pour quelques années couplées avec une procédure de surveillance concernant le suivi des objectifs de la politique monétaire.

116 Mishkin (2000)¹⁸ : Le ciblage d'inflation est une stratégie de politique monétaire qui englobe cinq éléments essentiels :

- Une annonce d'une cible d'inflation numérique pour le moyen-terme ;
- Un engagement institutionnel à considérer la stabilité des prix comme l'objectif primordial de la politique monétaire auquel sont subordonnés les autres objectifs ;
- Une stratégie d'information au sein de laquelle plusieurs variables sont utilisées (non pas uniquement les agrégats monétaires, le taux de change) pour se décider de la mise en œuvre de l'instrument politique ;
- La hausse du degré de la transparence via la communication avec le public et avec le marché sur les plans, les objectifs et les décisions des autorités monétaires ;
- La hausse de la responsabilité de la banque centrale afin d'atteindre les objectifs d'inflation.

117 Svensson (2002) propose une définition basée sur celles qu'il a proposées dans ses travaux antérieurs de (1997, 1998, 1999). Le ciblage d'inflation selon Svensson (2002) repose sur trois points principaux :

- Premièrement, il s'agit d'adopter un unique point d'ancrage nominal : celui de l'inflation.
- Deuxièmement, le ciblage d'inflation repose sur le fait que la préoccupation de la banque centrale doit être concentrée vers un unique objectif : celui de la stabilité des prix.
- Troisièmement, il définit la stratégie de ciblage d'inflation comme étant une politique monétaire dont les prévisions jouent un rôle important dans la mise en place des instruments de la politique monétaire.

Il évoque, par la suite, certaines conditions nécessaires sans lesquelles nous ne pouvons plus parler de ciblage d'inflation. D'abord, les autorités monétaires sont contraintes à l'annonce d'une cible numérique d'inflation avec ou sans intervalle de tolérance. Puis, elles devront garantir un degré de transparence et de communication élevé. Ensuite, le ciblage d'inflation exige certaine réforme institutionnelle telle que l'indépendance de la banque centrale au moins en ce qui concerne la mise en place de ses instruments. Enfin, il s'agit de définir un mandat de la politique monétaire dont l'objectif est d'agir sur l'inflation et d'assurer sa stabilité.

118 La banque centrale Européenne (BCE) adopte une définition que l'on peut considérer comme proche de celle de Svensson (2002). Dans son rapport de (2004), le ciblage d'inflation est défini comme étant une stratégie de la politique monétaire visant le maintien de la stabilité

¹⁸ ZIED Ftiti, « Politique de Ciblage d'Inflation, Règles de Conduite, Efficacité, Performance », thèse de doctorat (NR) en science économique, Université de Lyon, 2010.

des prix en se focalisant sur les déviations des prévisions d'inflation par rapport aux cibles annoncées.

Au sein de cette section, nous avons présenté les motivations qui ont contribué à l'apparition de la politique de ciblage d'inflation et les différentes définitions de cette politique évoquées par différents auteurs, d'où on remarque quel objectif principal de cette politique est la stabilité des prix sans toutefois exclure l'autonomie des autorités monétaires à poursuivre d'autres objectifs secondaires tels que la stabilité de l'activité économique, la stabilité de taux de change.

SECTION 2 : LES CONDITIONS STRUCTURELLES ET INSTITUTIONNELLES

Les conditions structurelles et institutionnelles sont les propriétés indispensables à l'implantation de la politique de ciblage d'inflation. Cependant, le cadre institutionnel et le processus de prise de décision employés par la plupart des banques centrales dans le cadre des politiques précédant le ciblage d'inflation ne sont pas cohérents avec les principes fondamentaux de ce dernier. Ainsi, certaines conditions devront être respectées afin d'assurer d'une manière efficace l'objectif de stabilité du prix. La réussite de la politique monétaire passe par deux points importants. Les autorités monétaires devront satisfaire certaines conditions institutionnelles et structurelles pour pouvoir implanter la politique de ciblage d'inflation. Toutefois, l'implantation de régime de ciblage d'inflation n'implique pas mécaniquement sa réussite qui sera conditionnée par des choix stratégiques optimaux. Quatre conditions peuvent être dégagées : l'autonomie de la banque centrale, des infrastructures techniques avancées, une structure économique stable et un système financier solide.

21 L'autonomie de la banque centrale

Une banque centrale est qualifiée d'autonome ou d'indépendante lorsqu'elle est libre dans la mise en œuvre de l'instrument de la conduite de la politique monétaire. En d'autres termes, elle ne tient pas compte des pressions externes. Dans le cadre d'une banque centrale dépendante du gouvernement, la politique monétaire subit des pressions créant des conflits avec l'objectif de stabilité des prix. Ces pressions découlent principalement de deux sources. Soit des obligations fiscales, soit du désir des hommes politiques à réaliser certains objectifs tels qu'un niveau de chômage faible au détriment d'une faible inflation. Cependant, dans le cadre de ciblage d'inflation, la banque centrale est contrainte à la bonne réalisation de l'objectif de stabilité du prix considéré comme son objectif principal. Ainsi, elle doit éviter tous facteurs et toutes sources de pressions susceptibles de générer des conflits avec l'objectif principal de la politique monétaire.

Outre l'absence des obligations fiscales et des contraintes politiques dans la conduite de la politique monétaire, d'autres indicateurs sont indispensables pour qualifier une banque centrale d'autonome. D'une part, nous citons la sécurité des emplois des autorités de la banque centrale. D'autre part, l'indispensabilité d'un mandat pendant lequel l'objectif de stabilité des prix est le seul objectif prioritaire à assurer. Ces indicateurs doivent être définis

dans un cadre législatif qui assure l'autonomie de la banque centrale. Dans un tel contexte, les actions des décideurs politiques gagnent en crédibilité.

22 Des infrastructures techniques avancées

Une des propriétés fondamentales de ciblage d'inflation est de focaliser l'action sur l'inflation future. La banque centrale doit avoir des prévisions fiables. Par conséquent, elle doit disposer d'infrastructures assez développées pour la réalisation de ces prévisions. Ces infrastructures développées résident, premièrement, dans la capacité de collecte des données, deuxièmement, dans le savoir-faire pour pouvoir exploiter efficacement ces données et troisièmement, dans la capacité de définir des modèles conditionnels de prévisions.

23 Un système financier et bancaire solide

La notion de crédibilité et de transparence caractérisant la politique de ciblage d'inflation repose sur le fait que les marchés (bancaire et financier) doivent comprendre les objectifs de la politique monétaire ainsi que la relation entre eux et les mesures prédéfinies pour les atteindre. La relation entre la politique monétaire et les marchés est forte. Par conséquent, il est très important que ces marchés soient stables afin de minimiser les inférences des politiques monétaires. Différents critères sont présentés par la littérature et en particulier par Batini et Laxton (2006) pour juger si les systèmes financier et bancaire sont stables. Le premier critère porte sur la proportion de provisions créée sur les investissements risqués. Selon Batini et Laxton (2006), le seuil minimal d'une économie stable est de 10%. Le deuxième critère concerne l'asymétrie de devise. Dans le cadre d'une asymétrie de devise, le marché financier puis le marché bancaire réagissent mal aux variations du taux de change.

24 Une structure d'économie stable

L'objectif principal de la politique de ciblage d'inflation repose sur la stabilité des prix, c'est-à-dire, le maintien d'un niveau d'inflation faible et stable. Il est alors très important que les prix ne soient pas indexés. Batini et Laxton (2006)¹⁹ évoquent que la sensibilité de l'économie aux variations de taux de change et celles du prix devraient être minimales. En d'autres termes la réaction de la balance commerciale à une variation du taux de change devrait aussi être faible.

Au sein de cette deuxième section, nous avons analysé les conditions institutionnelles pour l'implantation de ciblage d'inflation. Outre ces conditions institutionnelles, la réussite de ciblage d'inflation repose sur certains choix stratégiques ou ce que nous appelons des démarches méthodologiques de ce régime monétaire. Dans la section suivante, nous allons évoquer les conditions méthodologiques nécessaires pour mener la politique de ciblage d'inflation d'une manière pertinente.

¹⁹ ZIED Ftiti, « Politique de Ciblage d'Inflation, Règles de Conduite, Efficacité, Performance », thèse de doctorat (NR) en science économique, Université de Lyon, 2010.

SECTION 3 : LES CONDITIONS METHODOLOGIQUES DE CIBLAGE D'INFLATION

La politique de ciblage d'inflation consiste en une annonce explicite et numérique de la cible d'inflation. Cependant, les autorités monétaires sont contraintes de déterminer certains choix stratégiques avant d'annoncer la cible d'inflation. Avant de les discuter, il convient de commencer par les citer. D'abord, il s'agit de déterminer le choix de l'indice pour calculer l'inflation en général et la cible en particulier, puis il faut déterminer l'horizon de la cible. Ensuite, il convient de choisir le niveau de la cible et son intervalle de tolérance convenable à l'objectif de stabilité des prix. Enfin, il s'agit de publier ces informations récapitulant les différents choix stratégiques.

31 Choix de l'indice du prix

Le choix de l'indice du prix montre l'existence des divergences entre les pays de ciblage d'inflation dans le calcul de l'indice du prix à la consommation (IPC) et dans leur sensibilité relative aux chocs d'offre. Deux indices sont susceptibles de calculer l'inflation : l'indice de prix à la consommation (IPC) et le déflateur du produit intérieur brut (DPIB). Bien que ce dernier traduise davantage l'inflation intérieure, la plupart des banques centrales utilisent l'IPC ou des variétés de ce dernier. Les raisons de ce choix sont motivées par plusieurs points. D'une part, c'est l'indice le plus familier au public, d'autre part, cet indice est calculé mensuellement ce qui permet son suivi régulier et il ne subit pas de révisions au cours du temps.

La plupart des banques centrales affichent dans leurs bases de données des séries d'inflation. Cependant, les décideurs politiques utilisent des mesures d'inflation sous-jacentes basées sur l'IPC. Cette dernière mesure consiste à calculer l'inflation sur la base de l'IPC après avoir exclu le prix de certaines composantes ayant un comportement volatile telles que : les paiements d'intérêt hypothécaire, les prix de l'énergie et les prix de certains produits alimentaires. Le choix de l'inflation sous-jacente est motivé par plusieurs facteurs :

- D'une part, les composantes non prises en compte dans cette mesure d'inflation se caractérisent par une grande variabilité sur le court terme, la réponse à ces variations multiples de court terme conduit à une instabilité de la politique monétaire et par la suite à l'échec de la tenue de l'objectif de stabilité des prix ;
- D'autre part, l'inflation sous-jacente exclut les déterminants non-monétaires de l'inflation. À titre d'exemple, la Nouvelle-Zélande a exclu les coûts de services de crédit. Le Canada et la Finlande excluent les taxes indirectes afin que la politique monétaire soit totalement indépendante de la politique fiscale²⁰ ;

Une fois que l'indice de calcul de l'inflation et de la cible est fixé, il faut déterminer le niveau de la cible à adopter.

²⁰ Suite à cette mesure, un changement dans la politique fiscale n'engendre pas un effet non désiré au sein de la politique monétaire.

32 Le niveau de la cible

La fixation de la cible est une des questions fondamentales dans la réussite ou l'échec de la politique monétaire. La traduction littérale du vocabulaire « stabilité des prix » implique que l'indice de prix est fixe. Par conséquent, sont aux de croissance qui correspond à l'inflation, devrait être nul ou proche de zéro. Cependant, économiquement, la stabilité des prix implique un taux de croissance de l'indice de prix positif. Différents travaux ont montré que des niveaux d'inflation proches de zéro ne sont pas souhaitables. Au contraire, ils ont montré que l'inflation cible devrait avoir un niveau supérieur à l'inflation réelle.

Deux arguments justifient la nécessité d'avoir une cible d'inflation supérieure à l'inflation réelle. Le premier argument réside dans les problèmes de mesure des rigidités nominales. Ces problèmes de mesure, connus dans la littérature sous le nom de biais de calcul de l'indice du prix, émanent principalement de trois facteurs :

- D'un comportement adaptatif du consommateur suite aux changements des prix des biens ;
- De l'introduction de nouveaux biens sur le marché ;
- Du biais de substitution des marchés.

Le second argument réside dans les risques encourus en cas d'une cible proche de zéro ou nulle. Dans un contexte de rigidité des salaires à la baisse, la réduction du salaire réel ne peut avoir lieu que suite à une hausse du niveau général des prix. En d'autres termes, la fixation d'une inflation cible à un niveau très bas (au voisinage de zéro) génère des mauvais résultats sur le marché de travail en raison de son impact négatif sur la flexibilité des salaires réels.

Selon Akerlof *et al.* (1996), un niveau de cible très bas engendre une hausse permanente du taux de chômage naturel. Un second risque suite à la fixation d'une cible à un niveau très bas est celui de la déflation et par conséquent le risque de plongée de l'économie dans une phase de récession.

33 La fourchette cible

Certaines banques centrales telles que celles de l'Australie et de la Finlande ont choisi de cibler une inflation ponctuelle. Cependant, la majorité des banques adoptent une fourchette cible (l'intervalle de tolérance) au lieu d'une cible ponctuelle (la Banque de la Réserve Fédérale de la Nouvelle-Zélande, la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre). Ces deux stratégies traduisent des divergences dans les préférences des décideurs politiques. Bien que le recours à une valeur ponctuelle traduise un engagement fort et strict de la part des décideurs politiques envers l'inflation cible, il expose la politique monétaire aux risques d'incertitude découlant de l'obtention d'une cible ponctuelle émane de deux facteurs :

- Le premier concernant les problèmes de transmission de la politique monétaire ;

- Le second relatif aux problèmes de prévisions.

Par conséquent, la cible ponctuelle sera manquée. Pour éviter ce problème, certaines banques ont abouti à la stratégie d'une fourchette cible au lieu d'une cible ponctuelle. Cette stratégie permet à la politique monétaire de se préserver du risque d'incertitude. Dans un contexte de chocs économiques, cette stratégie permet aux autorités monétaires d'être plus flexibles pour pouvoir apporter les réponses nécessaires aux différentes perturbations économiques. Entre autre, elle traduit le désir des autorités monétaires de limiter la variabilité d'inflation. Toutefois, les avantages de cette stratégie n'écartent pas une question préoccupante des décideurs politiques qui porte sur la nature de la largeur de cet intervalle. Un mauvais choix de la largeur de la fourchette cible remet en cause la crédibilité de la politique et par la suite de ses objectifs.

Une fourchette cible très étroite traduit un engagement ferme des autorités envers la cible. Néanmoins, ce genre de choix expose la politique monétaire à des risques d'incertitude et à des pertes de crédibilité. En effet, il est difficile de respecter une fourchette étroite vu les chocs économiques et les erreurs de prévisions. Au cas où les autorités monétaires anticipent une inflation en dehors de l'intervalle de tolérance étroit, elles seront contraintes de l'interrompre et de la réviser. Par conséquent deux problèmes se posent : celui de l'incohérence temporelle et celui d'une perte de crédibilité dans les actions de politique monétaire du fait que le public va se rendre compte que l'horizon prédéfini de cette cible n'est pas respecté.

Une fourchette large n'est pas pour autant préférable. Plus l'intervalle de tolérance est large, plus la crédibilité est faible. Par conséquent, la solution la plus optimale et qui assure un arbitrage efficace entre la crédibilité et la flexibilité de la politique monétaire est d'adopter les pratiques des banques centrales de pays industrialisés telles que celles de la Nouvelle-Zélande, l'Angleterre, la Suède. Ces banques centrales ont abouti à une fourchette moyenne dans la plupart des cas entre 0% – 3% ou 2% – 4%. Pour justifier notre analyse, nous pouvons nous appuyer sur le cas de la Nouvelle-Zélande. Ce pays a adopté la politique de ciblage d'inflation en février 1990. À cette époque, le gouverneur de la Banque de Réserve Fédérale a annoncé une fourchette cible de 0 à 2% en 1990 pour un horizon de 1 an, puis pour un horizon de 5 ans en 1991. Le gouverneur annonce l'élargissement de la fourchette à 3% en 1996 pour éviter toute déviation des anticipations d'inflation.

34 L'horizon de la cible

Une fois que l'indice de prix a été choisi et que la cible a été prédéfinie, il faut déterminer l'horizon de cette cible. Il s'agit de répondre à la question suivante : quand est-ce qu'on prévoit de satisfaire ou d'atteindre cet objectif ? Un horizon court génère des problèmes dans la contrôlabilité et la faisabilité des objectifs. Mishkin (2000) évoque trois problèmes qui peuvent surgir dans un contexte d'horizon court. Un premier problème réside dans l'instabilité de la politique monétaire. En effet, si les décideurs politiques réagissent sur le court terme, cela entraîne des ajustements fréquents qui sont parfois contradictoires. Ce type de

comportement engendre une instabilité monétaire et affecte négativement la crédibilité de la politique menée. Le deuxième problème consiste dans la spécification de la fonction de perte de la banque centrale, qui prend en compte la stabilisation du revenu. Par conséquent, un horizon relativement lointain est recommandé. Dans le cadre d'un horizon court, les poids accordés à l'écart de production s'affaiblissent et la production devient volatile. À son tour, cet effet conduit à une instabilité économique et à l'échec de la politique monétaire. Le troisième et dernier problème réside dans la difficulté d'atteindre la cible. Un court horizon d'action de la politique monétaire implique que la cible d'inflation subit des changements fréquents dans des courtes périodes. Ces changements répétés de la cible les rend difficilement atteignables, de même que l'objectif de stabilité des prix.

Après avoir exposé ces problèmes d'un horizon court, nous pouvons facilement comprendre le flux de toutes les banques adoptant le ciblage d'inflation vers un horizon pluriannuel. En effet, ce choix peut être justifié par la notion des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Il n'est pas cohérent de fixer un horizon de la cible inférieur à la durée de transmission des actions monétaires sur les prix. Les durées de transmissions monétaires dans la plupart des pays industrialisés sont de 18 à 36 mois et parfois de 60 mois. Nous justifions alors le choix de plusieurs banques qui ont opté pour un horizon de cinq ans, telles que celle de la Nouvelle-Zélande. Dans son premier communiqué de presse joint, les autorités monétaires ont fixé un horizon d'un an. Cependant, à la fin de cette première année, elles se rendent compte que ce choix n'est pas optimal et ne permet pas d'aboutir à l'objectif de stabilité de prix. C'est ainsi, que dans leur second communiqué de presse joint, elles étendent cet horizon à cinq ans. C'est aussi le cas du Canada dans la mesure où les autorités monétaires de ce pays ont débuté la politique de ciblage d'inflation avec un horizon fixé en 1992 à un an et demi, puis ils l'ont ajusté à 5 ans en 1994.

35 Le communiqué de presse joint

Une des propriétés fondamentales de ciblage d'inflation est d'assurer un niveau de transparence élevé. Cette propriété repose sur le fait que les décideurs doivent expliquer au public les démarches, les objectifs, les plans et les engagements en matière de politique monétaire. La fixation des objectifs et des stratégies que nous venons d'analyser (choix de l'indice, du niveau de la cible, de la fourchette et de l'horizon), est réalisée par une commission constituée de deux équipes : une première composée de responsables de la banque centrale dont le gouverneur est le président, une seconde constituée de responsables du ministère des finances présidée par le ministre. La mission de cette commission consiste à discuter et à prendre l'avis de tous les membres sur les objectifs de la politique monétaire. En raison d'une contrainte de transparence exigée par la politique de ciblage d'inflation, cette commission est contrainte de publier un communiqué de presse où elle devra signaler tous les points de ciblage d'inflation : objectif de la politique monétaire, niveau de la cible, horizon et instruments ainsi que leurs actions. Ce communiqué est signé par le gouverneur de la banque centrale ainsi que par le ministre des finances. Le document est simple, synthétique et clair pour faciliter sa compréhension par le public. Il joue un rôle important pour accroître la crédibilité et la transparence de la politique monétaire.

Après avoir évoqué les conditions institutionnelles pour l'implantation de ciblage d'inflation dans la section précédente, nous avons présenté dans cette section les conditions méthodologiques traduisant les choix stratégiques nécessaires à la réussite de cette politique. D'où nous avons montré nous avons montré que les autorités monétaires sont contraintes à certains choix pour pouvoir adopter d'une manière pertinente la politique de ciblage d'inflation.

SECTION 4 : AVANTAGES ET INCONVENIENTS DE CIBLAGE D'INFLATION

Nous avons discutées ci-dessus sur les conditions institutionnelles et les conditions méthodologiques nécessaires pour la réussite de la politique de ciblage d'inflation. Néanmoins, cette politique possède des avantages et des inconvénients. Dans une première partie, nous allons étudier les avantages de ciblage d'inflation, et dans une deuxième partie, nous traiterons ses inconvénients.

41 Avantages de la politique de ciblage d'inflation

Les progrès structurels et méthodologiques induits par la politique de ciblage d'inflation vont générer de nombreux avantages. Une des caractéristiques de ciblage d'inflation est qu'il est fondé pour résoudre les limites des politiques antérieures sans toute fois se priver de leurs avantages. Dans cette partie, nous essayons d'exposer les principaux avantages de la politique de ciblage d'inflation.

411 Les réponses de ciblage d'inflation ne sont pas restreintes à certains chocs spécifiques : Au contraire des politiques antérieures, la politique de ciblage d'inflation prend en considération les chocs domestiques. Ainsi, la nature des chocs prise en compte par ce régime monétaire constitue le premier avantage de cette politique monétaire par rapport aux politiques antérieures. À titre d'exemple, la politique de ciblage d'inflation autorise la déviation de l'inflation de sa cible en réponse à des chocs d'offre.

412 Sa flexibilité : La nature des chocs auquel le ciblage d'inflation répond traduit à son tour un second avantage. Par exemple, suite à un choc d'offre (hausse des prix d'énergie ou introduction d'une taxe supplémentaire), les décideurs ont le droit de modifier leurs plans et d'expliquer leurs actions au public. Dans ce même contexte de chocs, Mishkin (1999) signale que les vitesses des chocs sont inefficaces du fait que la stratégie de la politique monétaire n'est pas reliée à une seule variable. Au contraire, le ciblage d'inflation permet aux autorités monétaires d'utiliser toutes variables et toutes informations susceptibles d'assurer la stabilité des prix. Tous ces facteurs traduisent la flexibilité de ciblage d'inflation et par conséquent sa capacité à mener des réponses optimales.

413 L'horizon de l'action de la politique de ciblage d'inflation : Comme nous l'avons précisé dans la section précédente, l'objectif de stabilité des prix est un objectif de moyen-terme. Cette spécificité présente plusieurs avantages. D'abord, agir sur le moyen-terme évite les variations fréquentes des instruments monétaires qui peuvent avoir lieu si on agit sur le

court terme. Le second avantage consiste à éviter les pertes de crédibilité suite à des chocs transitoires. Ces derniers font dévier l'inflation de sa cible uniquement sur le court terme. Par conséquent, lorsque la politique monétaire agit sur le moyen-terme, ces chocs n'ont pas d'effet sur l'économie et par la suite, ils ne nuisent pas à la crédibilité et à la tenue de l'objectif de stabilité des prix.

414 Degré de crédibilité et de transparence : La politique de ciblage d'inflation repose sur l'existence de multiples réunions entre les autorités monétaires de la banque centrale et celles du ministère des finances. Certaines réunions sont prévues par la législation et d'autre font suite à des demandes de l'une des deux parties. Les actions et les décisions prises lors de ces communications sont publiées dans un document nommé « Inflation Reports or Policy Target Agreement ». Ce document présente d'une façon claire et synthétique les plans et les objectifs de la politique monétaire. Par conséquent, le niveau de transparence des actions des décideurs politiques augmente et engendre plus de confiance de la part du public, le tout entraînant une convergence des anticipations des agents avec celles de la banque centrale.

415 La responsabilité de la banque centrale envers l'objectif de stabilité des prix : Les progrès en matière de crédibilité, de transparence, communication avec le public ne font qu'accroître la responsabilité et l'engagement de la banque centrale envers la stabilisation de l'inflation. Cet engagement est explicite dans le document publié « inflation report » et dans la publication d'autres documents au cours du mandat, afin de montrer les progrès en matière de stabilité des prix ou d'expliquer des actions supplémentaires prises en vue de renforcer le cap vers la stabilisation des prix.

416 L'existence des différents régimes de ciblage d'inflation : Un sixième avantage de la politique de ciblage d'inflation est qu'elle n'ignore pas les objectifs de stabilisation traditionnels. Ici nous nous référons à la possibilité d'adopter différents régimes de ciblage d'inflation : souples, flexibles et non pas uniquement stricts. Selon Svenson (1997), Un ciblage d'inflation strict traduit le cas où il s'agit d'unicité d'objectif de la banque centrale, celui de la stabilité des prix, en ignorant les autres objectifs. Cependant, un régime de ciblage d'inflation souple ou flexible implique que la banque centrale s'occupe en priorité de la stabilité sans toutefois ignorer d'autres objectifs considérés comme secondaires.

42 Inconvénients de la politique de ciblage d'inflation

Au sein de ce chapitre, nous avons montré que certaines structures institutionnelles sont indispensables à l'implantation de la politique de ciblage. Cependant, leur installation est coûteuse pour l'économie. Une des contraintes à l'introduction de ciblage d'inflation à laquelle les autorités monétaires devront faire face est de savoir si les performances prévues de cette introduction couvriront les coûts d'implantation. D'une part, la pratique révèle que l'introduction de ciblage d'inflation est accompagnée par une période désinflationniste. Bien que ce phénomène réduise l'inflation, il conduit à une baisse dramatique du niveau de production. Deux inconvénients peuvent être identifiés :

- Le premier réside dans le niveau de production sacrifié pour préparer l'implantation de ciblage d'inflation ;
- Le second consiste dans le risque de récession.

Cependant, l'effet néfaste sur la production prend fin une fois qu'est établi un faible niveau d'inflation. Dans la plupart des pays industrialisés, cette période de désinflation est suivie par une hausse de la croissance économique par rapport aux périodes précédant la mise en place de l'environnement désinflationniste (l'expansion de la production est identifiée dans les pays industrialisés une fois que le niveau de l'inflation souhaité est atteint). Un inconvénient spécifique aux pays émergents réside dans leurs difficultés à mettre en place l'environnement désinflationniste. Il n'est pas évident pour ces pays d'abaisser l'inflation.

Un troisième inconvénient concerne le signal émis au public par la politique de ciblage d'inflation. Dans le cadre de la politique de ciblage monétaire, du fait de la forte relation entre la monnaie et l'inflation, toutes les actions de politique monétaire sont répercutées instantanément sur le marché. Cependant, le cas de ciblage d'inflation est différent des politiques antérieures. La transmission des actions de la politique monétaire dans le cadre du ciblage d'inflation se caractérise par des temps de réponse « *Lags* » élevés. Ainsi, le ciblage d'inflation ne transmet pas des signaux immédiats. Ceci peut générer une période relativement longue avant que la crédibilité et la confiance s'établissent envers les actions de politique monétaire. Ce phénomène est connu sous le nom de « *phase de construction de crédibilité* ».

Une autre limite évoquée par Friedman et Kuttner (1996) réside dans le fait que les décideurs politiques suivent une règle rigide dans le cadre de la politique de ciblage d'inflation. Ils reprochent à ce régime de ne pas offrir aux autorités monétaires suffisamment de discrétion pour faire face à des circonstances non prévisibles. Dans ce contexte, Batini et Laxton (2006) suggèrent que le ciblage d'inflation est contraint à une discrétion inappropriée. Ils expliquent ceci par le fait que l'engagement de la politique monétaire est restreint pour atteindre une valeur précise de la cible dans un horizon prédéfini. Ils considèrent que ce genre d'engagement ferme peut conduire à un comportement de discrétion inapproprié qui peut générer des effets néfastes sur la production. Contrairement à Friedman et Kuttner (1996) et Batini et Laxton (2006), Rich (2000), Geneberg (2001) et Kumhof (2002) reprochent à la politique de ciblage d'inflation un degré de discrétion élevé et par la suite la difficulté d'ancrer des anticipations d'inflation.

Mishkin propose une étude spécifique aux pays émergents sur les avantages et les inconvénients de ciblage d'inflation. Outre les problèmes que nous avons évoqués ci-dessus, il repère d'autres défaillances de l'implantation de la politique monétaire dans le cas des pays émergents. En effet, il reproche au ciblage d'inflation de ne pas garantir l'exclusion de l'influence de la politique fiscale sur la politique monétaire, dans la mesure où certains pays émergents mènent une politique fiscale non-responsable en parallèle avec celle de ciblage d'inflation. Cependant, sur le long terme, l'occurrence d'un déficit fiscal très large est monétisée. Par conséquent, les dettes publiques explosent et entraînent une hausse de

l'inflation. Ce phénomène conduit à l'effondrement de la politique de ciblage d'inflation. Mishkin (2000) évoque également l'inconvénient de la politique de ciblage d'inflation dans le cadre d'un pays dollarisé. Dans les pays adoptant cette politique, les dettes des banques et celles des ménages sont libellées en dollar. Cependant, une des caractéristiques principales de la politique de ciblage d'inflation repose sur la flexibilité du taux de change. Ainsi, en présence d'une dépréciation brutale de la monnaie domestique, la charge des dettes libellées en dollar s'alourdit, ayant pour conséquence une détérioration des bilans et la hausse des risques de crises financières.

En général, les limites évoquées par Mishkin reposent sur la préparation d'un cadre institutionnel caractérisé par l'absence d'intervention fiscale, et de dollarisation de l'économie, ainsi que par une structure bancaire et financière solide.

Au sein de cette section, nous avons montré les avantages et les inconvénients de ciblage d'inflation. Nous considérons que ses avantages sont les résultats du cadre institutionnel requis et des démarches méthodologiques suivies. En effet, l'autonomie de la banque centrale, les structures de marché bancaire et financiers solides ne peuvent être que bénéfiques pour l'économie.

SECTION 5 : REGLE DE CONDUITE DE POLITIQUE DE CIBLAGE D'INFLATION.

La question de la conduite de la politique monétaire fait l'objet d'une attention particulière dans le cadre de la politique de ciblage d'inflation. Après avoir appliqué ce régime monétaire sans référence à un cadre théorique bien défini, les économistes se sont intéressés à la modélisation de ce cadre monétaire par une règle de conduite. Le premier qui modélisa la politique de ciblage d'inflation par une règle explicite est Taylor (1993). Il proposa une règle simple, claire, fondée sur certaines hypothèses parfois trop restrictives. À partir de là, les recherches se développèrent et les règles proposées se multiplièrent. Au sein du contexte de ciblage d'inflation, le débat ne porte plus sur règle-discrétion, mais sur la question suivante : quelle règle reflète le mieux le comportement de ciblage d'inflation ?

L'implantation de ciblage d'inflation a orienté le débat vers la nature de la règle optimale dans la représentation du comportement de la politique monétaire. Deux courants de littératures se sont développés, l'un portant sur les règles symétriques, l'autre sur les règles asymétriques.

51 Règle de conduite symétrique

La politique de ciblage d'inflation a démarré au début des années 1990. Quelques années plus tard, Taylor (1993) a présenté une règle de comportement actif pour les autorités monétaires. Elle est devenue la règle de référence en matière de modélisation de la réaction de la banque centrale sous le régime de ciblage d'inflation.

511 Règle de Taylor traditionnelle : Taylor (1993)

En 1993, John Taylor a développé une règle du taux d'intérêt pour le choix et l'évaluation des instruments de conduite de la politique monétaire. Cette règle peut être utilisée à la fois pour l'évaluation des politiques monétaires antérieures et pour la détermination des politiques futures. L'instrument de la politique monétaire présenté par Taylor est le taux d'intérêt de court terme (*Fund rate*). Taylor suggère que la banque centrale mette en relation le taux d'intérêt de court terme avec l'inflation et le cycle économique. Plus précisément, la règle montre que le niveau nominal du taux d'intérêt de la Banque de Réserve fédérale des États-Unis est exprimé en fonction de deux quantités observées (le taux d'inflation π et de la déviation de l'output Y_i) et de quatre composantes considérées comme constantes : les deux paramètres d'ajustement de l'écart d'inflation et de l'output gap, le taux d'intérêt d'équilibre (r^*) et le niveau optimal d'inflation (π^*). Elle s'écrit comme suit :

$$r = \pi + r^* + \alpha_y * Y_i + \alpha_\pi * \pi$$

Cette règle est une extension de la règle présentée par Bryan, Hooper et Mann (1993) qui consiste à exprimer la déviation du taux d'intérêt (i) de son niveau d'équilibre (i^*) comme étant une fonction linéaire de la déviation d'une variable Z de son niveau cible. Cette règle s'écrit comme suit :

$$i - i^* = \theta(Z - Z^*)$$

Les deux facteurs d'ajustement, au sein de la règle de Taylor, peuvent incorporer à la fois un objectif de court terme et un objectif de long terme. L'ajustement de l'écart d'inflation traduit un objectif de long terme de la banque centrale (stabilité des prix) et le facteur d'ajustement de l'output gap traduit un objectif de court terme qui consiste à éviter les changements cycliques (stabilité économique). L'intérêt est de permettre à l'output d'avoir une croissance durable autour de son niveau potentiel. Ce dernier est un facteur d'ajustement qui peut représenter un autre aspect de la politique économique. En effet, certains analystes le considèrent comme un indicateur ou un signal sur les événements futurs. Ainsi, un output gap positif signale une augmentation de l'inflation future. Par conséquent, la règle du taux d'intérêt qui reflète un ajustement du gap de la production, peut correspondre à une action politique désignée, pour contrecarrer l'anticipation d'une hausse de l'inflation.

À partir de la contribution de ces deux paramètres à ces objectifs, on peut conclure que la Règle de Taylor traditionnelle vise une politique majeure de stabilité des prix. Le statut théorique de la règle de Taylor a été affiné par plusieurs contributions telles que celle de Svensson (1997) qui a montré que cette règle peut apparaître comme la solution du programme de contrôle optimal dans un cadre standard de ciblage d'inflation.

52 Règles de conduite asymétriques

L'asymétrie de réactions des décideurs politiques implique que leurs interventions en réponse à une perturbation ne dépendent pas uniquement de l'amplitude de cette dernière mais de son signe. Dans ce contexte, les décideurs politiques peuvent adopter un comportement agressif selon un signe spécifique d'une déviation. Autrement dit, leur réaction sera différente pour des déviations de même amplitude mais de signes contraires. Par conséquent, les mêmes déviations, en termes de valeur absolue, de l'inflation et/ou de l'output de leurs cibles respectives, mais dans des directions différentes, ne sont pas vues de la même façon et peuvent ne pas être considérées comme de mauvaises situations. Elles ne seront donc pas pénalisées de la même manière. Ceci implique que l'intervalle de tolérance n'est pas symétrique par rapport aux cibles et dépend du degré d'aversion des autorités monétaires vis-à-vis du signe d'une déviation spécifique ou plus. Ainsi, la règle de conduite de la politique monétaire peut être non-linéaire.

La non-linéarité des règles de conduite peut être due à deux facteurs. Premièrement, elle peut être due à des préférences asymétriques des autorités monétaires. Deuxièmement, la non-linéarité des règles peut être le résultat d'une structure économique non-linéaire. En effet, la courbe de Phillips peut ne pas être linéaire dans la mesure où l'inflation, l'output et le taux d'intérêt se relient soit par une fonction concave ou convexe.

521 Les préférences asymétriques des autorités monétaires

Différents facteurs peuvent conduire à des préférences asymétriques au sein des comportements des autorités monétaires. Parmi eux, il y a les sources qui engendrent un biais inflationniste au sein de l'environnement de la politique monétaire. En effet, quand un pays suit une politique de ciblage d'inflation flexible et non pas stricte, ce biais apparaîtra. La poursuite de second objectif conduit la banque centrale à créer de l'inflation surprise afin de pouvoir augmenter le niveau d'emploi au-dessus de son niveau naturel. Cependant, les agents rationnels prennent en compte ce comportement et corrigent par la suite leurs anticipations d'inflation. Par conséquent, le taux d'inflation sera élevé et le niveau d'emploi reste à son niveau initial, étant donné que l'effet de l'inflation surprise a été neutralisé par les agents. Dans un second temps, selon Jordan, (2001) le biais inflationniste apparaît au moment où la banque centrale possède des informations parfaites mais privées sur les chocs de l'économie. Ceci s'explique par le fait que les anticipations inflationnistes conduisent à des réactions de politique économique forte face à la récession, ce qui rend les anticipations en moyenne positives.

Dans le cadre d'une politique qui accorde par exemple une préoccupation majeure à la stabilité des prix, les décideurs politiques accordent une désutilité plus élevée pour un taux d'inflation au-dessus de la cible que pour celui qui est en-dessous. Ce type d'asymétrie est nommé selon Cukierman et Muscatelli (2008) « inflation avoidance preferences », ils l'ont nommé dans leur papier de 2003 « precautionary demand for price stability ». Goodhart (1999) justifie l'existence de ce type d'asymétrie au sein des pays qui sont en phase de construction de la crédibilité de leurs actions monétaires. Mathématiquement, ceci se traduit

par une réponse convexe du taux d'intérêt face aux anticipations d'inflation et d'output. Ruge-Murcia(2000) montre que ce type de comportement peut faire apparaître un biais d'inflation. Orphanides et Wieland (2000) ont introduit les préférences asymétriques des décideurs politiques en considérant une zone d'indifférence du taux d'inflation à la quelle la réponse du taux d'intérêt de court terme est identique.

522 La non-linéarité de la courbe de Phillips

Le deuxième facteur conduisant à la non-linéarité des règles de conduite de la politique monétaire en général et de la politique de ciblage d'inflation en particulier, est la non-linéarité de la structure de l'économie. Autrement dit, la non-linéarité de la courbe de Phillips. Si on retient une courbe de Phillips sous une version non-linéaire, le mécanisme de transmission de la politique monétaire serait différent de celui dans le cas d'une courbe de Phillips linéaire. En effet, la courbe de Phillips linéaire sous sa version *Forward-Looking* (*Backward-Looking*) implique que l'inflation varie linéairement par rapport à sa valeur anticipée (ses valeurs passées) en réponse aux variations de l'activité économique. Le fait de relâcher l'hypothèse de symétrie implique que la réponse de l'inflation à l'output n'est plus linéaire. La courbe de Phillips, dans ce cas, devient convexe. Cette convexité implique que la différence entre l'inflation réalisée et celle anticipée (passée) est une fonction convexe de l'output gap. Différents motifs conduisent les recherches récentes sur les règles de conduite de la politique monétaire optimale à retenir une courbe de Phillips non-linéaire.

Premièrement, depuis un certain temps, les économistes pensaient que la courbe de Phillips pouvait avoir un comportement asymétrique. Phillips lui-même envisageait une telle hypothèse. Il expliquait ceci par le fait que l'effet d'une demande excessive induit une augmentation d'inflation plus forte que la baisse de celle-ci suite à une offre excessive. L'idée sous-jacente qui a conduit ces différentes études à opter pour l'hypothèse de non-linéarité remonte à l'hypothèse keynésienne traditionnelle selon laquelle les salaires nominaux sont flexibles à la hausse et rigides à la baisse. Cette hypothèse sur la forme de rigidité implique que l'inflation est une fonction décroissante et convexe du taux de chômage. En effet, plusieurs arguments ont été envisagés pour expliquer le faible ajustement d'inflation et l'absence de désinflation gratuite. D'une part, la persistance de l'inflation peut apparaître suite à la non-synchronisation des contrats des salaires et de prix au sein de l'économie. Les salaires et les prix s'ajustent à des taux différents les uns des autres. D'autre part, les anticipations d'inflation des agents peuvent s'ajuster lentement dans le temps en raison du mécanisme adaptatif. De même, dans le cas où la crédibilité des actions des autorités monétaires serait faible, une action qui vise à réduire le taux d'inflation n'est pas prise au sérieux par les agents et cette action ne va pas agir par la suite sur leurs anticipations. Par conséquent, l'inflation devient persistante. Akerlof et *al.* (1996) ont développé cet argument en faisant valoir qu'une pente négative de la courbe de Phillips pourrait être maintenue sur le long terme à un taux d'inflation très faible en raison d'illusion monétaire de la part des travailleurs en cas de stabilité des prix.

Deuxièmement, les recherches récentes sur les règles optimales sont de plus en plus attachées à la courbe de Phillips non-linéaire en raison de ses implications économiques. En effet, Bean (1996) précise que la nature convexe de la fonction d'offre rend la non-linéarité de la courbe de Phillips nécessaire afin d'agir rapidement face aux tensions excessives de l'économie. Par exemple, le cas d'une inflation supplémentaire, résultante d'une hausse excessive de l'activité contemporaine, doit être corrigé par une large récession dans le futur si nous voulons que cette inflation excessive soit évincée du système. Ce phénomène peut être mesuré par le ratio de sacrifice²¹.

Au sein de cette section, nous avons essayé de présenter l'évolution de la règle de conduite de la politique monétaire tout en conservant l'hypothèse de linéarité de celle-ci. Nous avons commencé par présenter les règles selon leur apparition chronologique dans la littérature. Nous avons évoqué, d'abord, les règles tournées vers le passé. Ces dernières se sont développées sur la base du canal standard de transmission de la politique monétaire. Elles proposent de tirer des enseignements des politiques antérieures afin de les employer au sein de la politique actuelle.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons présenté les différentes définitions de ciblage d'inflation afin de montrer les divergences dans la réflexion autour de ce régime monétaire. En se basant sur les différents travaux existants et sur notre propre réflexion, nous allons proposer une définition autour de laquelle il y a un consensus. La définition que nous adoptons est proche de celle de Bernanke et Mishkin (1999). Nous considérons la politique de ciblage d'inflation comme un cadre d'analyse de la politique monétaire, non pas comme une simple règle visant l'action sur l'inflation. En d'autres termes, son objectif primordial est la stabilité des prix sans toutefois exclure l'autonomie des autorités monétaires à poursuivre d'autres objectifs secondaires tels que la stabilité de l'activité économique, la stabilité de taux de change. Cette politique de ciblage d'inflation vise à ancrer les anticipations d'inflation. Cet objectif n'est réalisable qu'au moment où les agents économiques font confiance aux décideurs politiques dans les actions entreprises en vue d'aboutir aux objectifs prédéfinis. À ce moment-là, les anticipations des agents vont converger avec celles des autorités monétaires. Ainsi, la banque centrale doit avoir à la fois un système de prévision pertinent et un système de communication garantissant un degré de transparence et de crédibilité élevé. Selon notre définition, nous caractérisons le ciblage d'inflation par quatre propriétés principales :

- L'annonce explicite d'une cible d'inflation ponctuelle numérique avec un intervalle de tolérance.
- Certaines réformes institutionnelles pour préparer la réussite de ce régime monétaire telles que l'indépendance de la banque centrale.

²¹ Ceci dans le cas où le sacrifice est mesuré par la perte d'output en comparaison avec le changement dans la tendance d'inflation.

- Un degré de transparence élevé se concrétisant par un système de communication très efficace.
- Un engagement envers la stabilité des prix en assurant un degré de crédibilité élevé.

Nous avons analysé les conditions institutionnelles pour l'implantation de ciblage d'inflation ainsi que les conditions méthodologiques traduisant les choix stratégiques nécessaires à la réussite de cette politique. Nous avons identifié principalement quatre conditions institutionnelles :

- L'autonomie de la banque centrale ;
- Un système bancaire et financier solide du fait de la relation forte entre ce dernier et la politique monétaire ;
- Des infrastructures avancées pour pouvoir se focaliser sur l'inflation future ;
- Une structure d'économie stable.

Nous avons montré que les autorités monétaires sont contraintes à certains choix pour pouvoir adopter d'une manière pertinente la politique de ciblage d'inflation. Parmi ces choix, nous avons identifié la nécessité de déterminer, d'abord, l'indice de calcul de l'inflation et de sa cible de façon à ce qu'il soit cohérent avec l'objectif de stabilité des prix. Dans ce contexte, nous avons pu montrer qu'il est plus optimal en matière de politique de ciblage d'inflation d'adopter l'indice des prix à la consommation ou des variétés de cet indice. Puis, nous avons analysé la question portant sur le niveau de la cible qu'il faut adopter. En premier lieu, afin de répondre à cette question, nous avons suggéré qu'il est plus optimal d'avoir une cible d'inflation au-dessus de l'inflation réelle. En d'autres termes, la solution optimale est de fixer une cible supérieure à zéro. Cependant, le choix d'une cible ponctuelle ne constitue pas à son tour la solution optimale.

Les limites de choix résident dans le faible de degré de crédibilité, la difficulté d'atteindre cet objectif en cas de perturbations économiques. Un cible nul conduit aux fluctuations d'output et à la faillite des objectifs prédéfinis. Ainsi, la solution que nous envisageons est d'accompagner cette décision d'inflation ponctuelle avec un intervalle de tolérance ni trop large, ni trop étroit. Nous suggérons la publication de ces choix stratégiques dans un communiqué de presse joint global, synthétique et simple. Cette dernière mesure a pour objectif d'annoncer au public les objectifs, les plans et les démarches de la banque centrale en vue d'assurer la stabilité des prix.

Nous avons aussi essayé de présenter l'évolution de la règle de conduite de la politique monétaire tout en conservant l'hypothèse de linéarité de celle-ci. Nous avons présenté les règles selon leur apparition chronologique dans la littérature. Nous avons évoqué les règles tournées vers le passé. Ces dernières se sont développées sur la base du canal standard de transmission de la politique monétaire. Elles proposent de tirer des enseignements des politiques antérieures afin de les employer au sein de la politique actuelle. Cependant, ces modèles ont été critiqués par la suite sur différents points : critique de Lucas, critique sur le fait qu'en tenant compte des valeurs passées de l'inflation et de l'output suppose

Chapitre 2 : La politique de ciblage d'inflation

implicitement que le taux d'intérêt réagit uniquement aux chocs originaires de ces deux variables. Les économistes supposent que ces limites peuvent être résolues en adoptant une règle basée sur les prévisions des variables clés et non plus sur leurs valeurs passées.

Chapitre 3

***L'efficacité de la
politique monétaire en
Algérie en termes de
ciblage d'inflation***

Chapitre 3 :

L'EFFICACITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE EN ALGERIE EN TERMES DE CIBLAGE D'INFLATION

Durant son évolution, le système financier Algérien a connu plusieurs phases qui affectent le fonctionnement de la politique monétaire ; par exemple la récupération de la souveraineté monétaire et financière et la nationalisation des secteurs clés de l'économie qui ont caractérisée la période après l'indépendance. C'est une période de préparation à la planification, donc après cette période, vient la planification à partir des années 1970 qui a été marquée par la centralisation des décisions et la planification financière. Pour assurer le financement de l'économie selon les objectifs de l'état et répartir les fonds d'après les priorités établis par le plan, la planification portera sur le secteur financier.

Durant toute période de planification, la seule ressource dont l'état disposait pour financer les investissements du secteur public était tirée de l'exportation des hydrocarbures. Mais le choc pétrolier de 1986 a conduit à une dégradation de la situation économique et sociale du pays et a montré que le système financier algérien avait été impuissant. La loi relative au régime des banques et de crédit de 1986 modifié et complété en 1988 était la première loi bancaire depuis l'indépendance de l'Algérie, elle a défini le système bancaire à deux niveaux :

- La banque centrale comme banque des banques ;
- Les banques commerciales leur conférant l'autonomie d'octroi de crédit.

Comme nous le savons, la politique monétaire est l'une des principales composantes de la politique économique dont on ne peut parler sans évoquer le cadre réglementaire et institutionnel la régissant. La préférence d'adopter l'économie de marché se voit dans les réformes faites sur le système bancaire par la loi 90-10 du 14/04/1990 relative à la monnaie et au crédit, et les ordonnances la modifiant et la complétant, elle constitue un grand tournant de transition d'une économie planifiée vers une économie de marché, caractérisée par un aspect de mise en place des institutions compatibles avec les mécanismes et les exigences de l'économie de marché.

Cette transition est le résultat de l'influence de la mondialisation qui a fait en sorte que le choix d'une économie plus au moins libérale est une exigence dès les années 1970. Depuis la propagation de l'économie de marché dans le monde, un phénomène de création d'un marché mondiale unique des capitaux a émergé et l'excès de liquidités dans les économies de marché n'a pas manqué de provoquer des déséquilibres macroéconomiques, ce qui rendait indispensable pour les gouvernements la mise en place de politiques économiques qui s'appuient sur des méthodes et techniques qui peuvent se prémunir des dangers de l'inflation qui est devenu une contrainte pouvant freiner leurs économies à évoluer.

La banque d'Algérie qui a le pouvoir d'émission de la monnaie, contrôle la quantité de la masse monétaire en circulation dans l'économie, donc de l'unité de compte de la monnaie et du niveau général des prix. Dans ce chapitre, nous allons traiter la conduite de la politique monétaire en Algérie durant la période d'économie planifiée (1970-1989) dans la première section, en seconde section, durant la période de la transition vers l'économie de marché (1990-1999) et la dernière section présentera la période de l'économie de marché (2000-2012) et la politique de ciblage d'inflation en Algérie.

SECTION 1- LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE DURANT LA PERIODE D'ECONOMIE PLANIFIEE (1970-1989)

Le début des années 1970 été caractérisée par la priorité accordée à la construction de l'état d'une part et la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie de développement économique et sociale fondé sur le renforcement du secteur public d'autre part. Dans le plan économique, cela s'est traduit par l'étatisation des moyens de production et la création de sociétés nationales publiques. C'est-à-dire la période d'une économie planifiée. Nationalisations dans les domaines industriels, financiers et miniers y compris les hydrocarbures ont renforcé le secteur public. Cette récupération des richesses nationales, allait doter l'état des ressources devant lui permettre de mettre en œuvre une stratégie de développement dans le cadre d'une politique de consolidation progressive de l'indépendance économique. Ce système (de planification) évolue en fonction des objectifs de développement économique et sociale.

Cette période est caractérisée par une planification financière, et une centralisation des décisions, la planification affecte le fonctionnement de la politique monétaire : « *La planification apparait comme un cadre institutionnel permettant la participation des travailleurs au processus économique, et comme moyen de réalisation économique surtout dans son aspect accumulation de capitalisation et centralisation des décisions. Ainsi, elle est définie comme un moyen de développement non capitaliste supposant la socialisation des principaux moyens de production* »¹. La décision d'investir relève du ministre de la planification et est déterminante pour l'aboutissement de projet.

Economiquement, la planification exige la mobilisation et la centralisation des ressources financières nécessaire pour atteindre les objectifs de développement économique et sociales fixés. Les autorités politiques algériennes ont décidé de confier, à partir de 1970, aux banques, la gestion et le contrôle des opérations financières des entreprises publiques. En 1978, le système bancaire cède le pas au trésor public dans le financement des investissements planifiés du secteur public, le crédit à moyen terme bancaire est supprimé du système de financement des investissements planifiés, à l'exception de certains activités (transport, services), les banques primaires n'interviennent plus que pour la mobilisation des crédits extérieurs.

¹ Benaouda H., « Système productif Algérien et indépendance nationale », tome 2, Algérie, 1983.

Le crédit, la fiscalité, les prix, les salaires, les échanges internes et externes qui sont les instruments d'encadrement de l'économie, n'étaient pas adaptés aux nécessités de développement économique. La politique de crédit poursuivie des années 1970 était inadéquate. Les problèmes de la collecte de l'épargne et d'intermédiation financière étaient négligés par le système bancaire compte tenu du caractère dirigiste et rigide de direction de l'économie et d'affectation des ressources centralement. Les conditions de crédit (fixation centralisée des taux d'intérêt) n'étaient pas utilisées pour stimuler la mobilisation des ressources à vue et à terme².

Les banques ont été réduites au rôle de caissier et de contrôleur financier des sociétés nationales. Leur contrôle dans ce cadre s'étend au contrôle de la gestion des entreprises et au contrôle de la réalisation des projets. Leur participation au financement des investissements productifs, se fait sur la base de leurs propres ressources pour les crédits à moyen terme ainsi que par la mobilisation des crédits extérieurs.

11 Le plan quinquennal de 1980-1984

Dans le cadre de réorganisation de l'économie, la période de 1980-1990 est caractérisée par la restructuration des entreprises et le renforcement de la planification. Le plan quinquennal 1980-1984, insistait sur les aspects organisationnels pour lutter contre le dysfonctionnement de l'économie et les contraintes subies au cours de la période antérieure en préconisant le renforcement de la planification, la restructuration des entreprises, le réaménagement des instruments d'encadrement de l'économie et l'intégration du secteur privé dans la politique de développement global. Le renforcement de planification a été accompagné en même temps du développement de la décentralisation tant au niveau régional qu'au niveau des entreprises.

Le système de planification adopté par la loi 88-02 du 12 janvier 1988 prévoit deux niveaux de plans : le plan de développement économique et social et la planification décentralisée. Cette décentralisation de la planification est conçue en deux directions : la décentralisation sectorielle avec le plan d'entreprise à moyen terme et la décentralisation territoriale avec le plan des collectivités locales à moyen terme. En ce qui concerne le secteur privé, le secteur bancaire intervient rarement comme pourvoyeur de crédits d'investissement, ce secteur a tendance à s'autofinancer.

Concernant la monnaie, l'obligation faite aux entreprises publiques d'effectuer quasiment tous leurs règlements par mouvements de leurs comptes bancaires introduit le système dit du double circuit monétaire :

- ✓ Le circuit de la monnaie scripturale pour les entreprises du secteur public ;
- ✓ Le circuit de la monnaie fiduciaire pour le secteur des ménages.

² Brahimi A., « L'économie Algérienne », Alger, avril 1991.

L'instauration de ce double circuit monétaire est impliquée par les exigences de la planification financière, liée à la planification centralisée, avec le plan de crédit (pour les entreprises) d'un côté et le plan de caisse ou fonds des salaires (pour les ménages). Le système bancaire est alors appelé à accomplir un double rôle :

- ✓ Assurer la distribution de crédits aux entreprises publiques à partir de leurs ressources et de celles collectées par le trésor public ;
- ✓ Assurer le suivi de la réalisation, par ces entreprises, des projets planifiés mis à leur charge.

Le recours à la monnaie centrale est automatique lorsque les ressources collectées par le trésor et par les banques ne suffisent pas, comme le stipule le paragraphe de l'article 7 de la loi de finance pour 1971 suscitée. L'automatisme légalisé du refinancement des banques auprès de la banque centrale élimine la structure hiérarchique qui caractérise le système bancaire d'une économie de marché. Elle supprime, ce faisant, l'autonomie de la banque centrale vis-à-vis des banques primaires, après qu'elle l'ait été vis-à-vis du trésor public. Le rôle dévolu à la banque centrale consiste à assurer la liquidité des banques sans qu'elle n'ait la possibilité de refuser le financement entraînant ainsi une importante croissance des crédits à l'économie, et assurer aussi la liquidité du trésor. En ce qui concerne la politique monétaire, durant cette période, est réduite. « *La politique monétaire en Algérie est réduite à sa plus simple expression : le plan fait de l'offre de monnaie variable devant s'adapter impérativement aux besoins de l'économie* »³.

Le financement de l'économie (secteur public) repose sur la monnaie centrale qui engendre des conséquences inflationnistes. La période de la planification financière a connu surtout une stabilité des taux d'intérêt créditeurs et débiteurs avec un niveau très bas. La gestion des taux d'intérêt est alors, dans le cadre de la logique de financement, qui consiste à mettre à la disposition des entreprises, en particuliers les entreprises publiques, des financements à moindres coûts⁴.

12 La décentralisation de système bancaire

Le système bancaire a été donné son autonomie de décision en matière d'octroi de crédit par la loi de 1986 portant le régime de crédit et des banques. Selon l'article 40 : « *Les banques doivent définir après avoir étudié la rentabilité financière des projets d'investissements, le montant maximum de leur contribution à l'ensemble du financement de chaque projet* ». L'objectif de cette loi est la décentralisation de système bancaire (c'est-à-dire l'exclusion de l'état de ce système) et pour définir le rôle de chaque banque, ainsi que l'ouverture de ce système. Elle apporte, cependant, plus de cohérence et de rigueur en introduisant un nouveau concept : le Plan National de Crédit, ce qui manquait à la doctrine de 1971. Bien entendu, la logique de fond demeure puisque le plan national de crédit est élaboré

³ Benissad H., « Algérie restructuration et réformes économiques (1979-1993) », Alger, 1994.

⁴ Ménaguer N., « La demande de monnaie en Algérie », thèse pour l'obtention de doctorat d'état en science économiques Tlemcen, 2010.

en fonction du plan national de développement et dont il transcrit les flux physiques en valeur. Par ailleurs, le système bancaire est chargé de son élaboration, son exécution et de son suivi, tandis que la monnaie demeure toujours endogène au crédit.

La loi de 1986 est modifiée et complétée par la loi complémentaire de 1988 relative au régime des banques et du crédit confère à la banque centrale et aux établissements financiers le statut d'entreprises publique économique qui jouissent de la personnalité morale et soumise aux règles de la commercialité et bénéficient ainsi d'une autonomie financière. Cette loi renforce les statuts de la banque centrale d'Algérie (Banque d'Algérie) en lui donnant plus de liberté dans la gestion des instruments de la politique monétaire du pays y compris la détermination des plafonds de réescompte, selon les principes édicté par le conseil de crédit. Enfin, les lois sur l'autonomie des entreprises publiques, de janvier 1988, ont conféré aux banques leurs autonomie tout en les soumettent aux principes de rentabilité et de commercialité. Mais force est constater que les rapports de domination du secteur public sur le secteur bancaire demeurèrent dans les faits comme le souligne Ilmane M. : « *Dans la réalité des faits et alors que la banque centrale n'avait aucun pouvoirs sur les banques commerciales quant au réescompte, ces dernières n'avaient aucun pouvoir sur les entreprises publiques quant à l'usage des fonds qui leur sont alloués et encore moins quant à leur adéquation avec la réalisation des investissements planifiés. Les dérives de ce système de financement des investissements planifiés et de contrôle de leur réalisation n'avaient pas tardé à naître* »⁵.

Puisque le refinancement des banques commerciales est automatique auprès de la banque centrale, cela fait que la banque centrale n'a aucun pouvoir sur les banques commerciales, ces dernier aussi n'avaient aucun pouvoirs sur les entreprises publiques cars les banques commerciales sont obligés de financer les entreprises publiques afin de réaliser les investissements planifiés. Ilmane M. souligne encore qu'en toute rigueur, on ne peut parler de politique monétaire, s'agissant d'instruments de régulation en économie de marché qui est antinomique du plan. Il stipule encore que si l'Algérie continu à utiliser ce terme c'est pour qualifier la procédure de contrôle de la réalisation du plan par la monnaie (le dinar) en l'occurrence (contrôle par le rouble)⁶.

13 Evolution de l'inflation durant la période 1970-1979

Durant cette période, la politique de crédit poursuivi était inadéquate, d'où les banques ont été réduites au rôle de caissier et de contrôleur financier des sociétés nationales. Donc elle a été marquée par un forte l'inflation. Nous étudions les facteurs qui ont contribué ce taux élevé d'inflation.

⁵ Ilmane M., « Les trois phases de développement du système monétaire et bancaire Algérien », Algérie : cinquante ans d'expérience de développement Etat-Economie-Société, 2006.

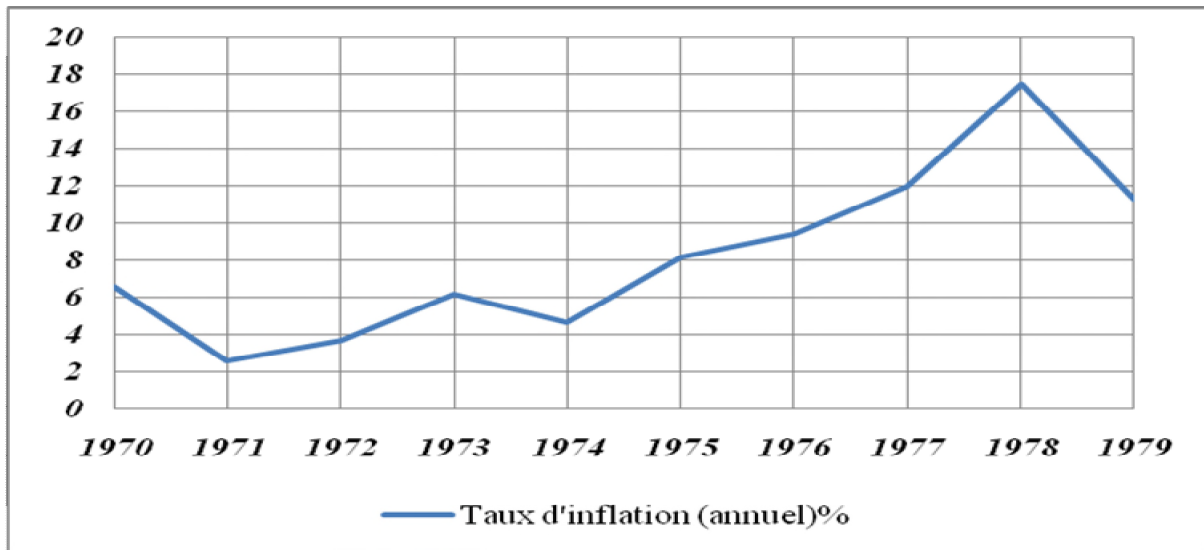
⁶ Ilmane M., « Les trois phases de développement du système monétaire et bancaire Algérien », Algérie : cinquante ans d'expérience de développement Etat-Economie-Société, 2006.

Tableau n°1 : L'évolution des taux d'inflation durant la période 1970-1979 en %

Années	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Taux d'inflation (annuel)%	6,6	2,6	3,7	6,2	4,7	8,2	9,4	12,0	17,5	11,3

Source : Office national des statistiques.

Figure n° 1 : Représentation graphique de taux d'inflation annuel en % durant cette période (1970-1979)



Source : Réalisé à partir des données de l'office National des Statistiques.

D'après les données du tableau n° 1 et en analysant le graphe (figure n° 1), on constate que les taux d'inflation durant cette période fluctuent d'une tendance haussière. D'où le taux d'inflation baisse jusqu'à 2,6% en 1971, et augmente à 17,5 en 1978. Le taux d'inflation atteint 11,3% en 1979.

Durant cette période, l'Algérie se caractérisait par une économie administrée où le système financier en général ne jouait pas son rôle tel que dans les pays développés, et le trésor public s'est substitué au rôle des banques. Ainsi la présence des entreprises privées est quasiment nulle, ce qui fait l'illusion à l'absence de la concurrence des entreprises financière ou de la production dans les différents secteurs d'activités économique, d'où se voit la faiblesse de la production locale à la satisfaction de la demande. Donc la consommation était pratiquement des biens et services importés. Cette dépendance des importations rendait l'économie Algérienne vulnérable aux chocs extérieur du fait que la seule ressource de ce dernier est la rente des hydrocarbures qui contribué à 98% aux recettes d'exportations de l'Algérie d'où l'importance des prix de pétrole dans la croissance de l'économie Algérienne⁷.

⁷ Dr. Oukaci Kamal, « Les effets d'un choc pétrolier sur l'économie Algérienne : une approche par les modèles VAR », Les cahiers du cedimes, 2010.

Des taux élevés d'inflation et des pics de l'année 1973 et 1979 confirment bien nos arguments car pendant ces deux années, il y avait des chocs des prix du pétrole, ce qui a contribué à une récession dans les pays industriellement développés donc baisse de la production et augmentation des prix des biens et services importés qui constituaient la grande part de la consommation Algérienne.

14 Evolution de taux de l'inflation durant la période : 1980-1989

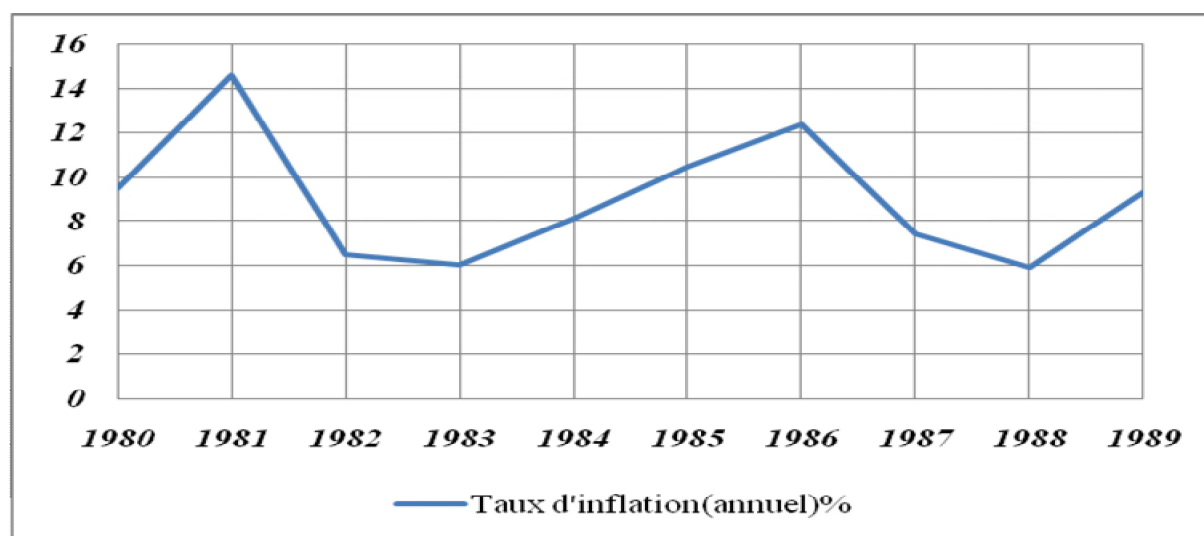
Par leur caractère aléatoire et leur tendance inflationniste, les prix ont été un instrument privilégié de planification, pour les pouvoirs publics le deux durant la période des années 1980. Donc dans cet partir nous étudions la cette tendance inflationniste.

Tableau n°2 : L'évolution des taux d'inflation durant la période 1980-1989 en %

Années	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Taux d'inflation (annuel)%	9,5	14,6	6,5	6,0	8,1	10,5	12,4	7,4	5,9	9,3

Source : Office national des statistiques.

Figure n° 2 : Représentation graphique de taux d'inflation annuel en % durant cette période (1980-1989)



Source : Réalisé à partir des données de l'office National des Statistiques.

D'après les données du tableau et du graphe, on constate que les taux d'inflation durant cette période fluctuent d'une tendance haussière. D'où elle augmente jusqu'à 14,6% en 1981, le taux d'inflation baisse jusqu'à 6,0% en 1983, et augmente à 12,4% en 1986. Le taux d'inflation atteint 9,3% en 1989. Cette période est toujours marquée par le système d'économie planifié, ainsi le choc de l'année 1986 où il y avait une chute des prix du pétrole à

13,57dollars le baril pendant qu'il était à 27,01dollars le baril en 1985, et encore plus élevé les années d'avant⁸, où nous constatons que le taux d'inflation est élevé à 12,4%.

Les éléments ci-dessus nous mettent en évidence que pendant cette période, les déterminants de l'inflation en Algérie sont les prix du pétrole brut en premier et les taux de changes. Et l'organisme qui devrait être assigné la maîtrise et le contrôle de l'inflation est de rôle inexistant, qui est la Banque d'Algérie.

On conclue que durant la période de l'économie planifié, la monnaie sert comme instruments permettant de réaliser les plans d'investissements. L'acteur principale de la politique monétaire est la banque centrale, est puisque cette dernière est dépendante du pouvoir public, donc on ne peut pas parler de la politique monétaire durant cette période de planification.

SECTION 2- LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE DURANT LA PERIODE DE TRANSITION VERS L'ECONOMIE DE MARCHE (1990-1999)

L'Algérie, pour être au diapason des nouvelles approches d'intermédiation financière, s'est engagée dès le début des années 1990 dans un vaste mouvement de réformes et de modernisation de son système bancaire et financier. Elle s'est engagée, dans un vaste processus de réformes économiques et financières, visant à palier les déséquilibres macroéconomiques d'une part, et de mettre en place les conditions nécessaires pour la mise en place d'un système financier développé, d'autre part. Pour ce faire, le système a fait l'objet de nombreuses réformes et restructurations dont l'objectif principal est d'instaurer un véritable système capable de répondre aux besoins d'une économie en pleine transition vers le marché et surtout, de faciliter son intégration à l'économie mondiale.

L'une des mesures prise dans ce contexte est la réforme du système bancaire et financier algérien, instituée par la loi 90-10 du 14/04/1990 relative à la monnaie et au crédit.

21 Les instruments de la politique monétaire selon la loi 90-10 du 14/04/1990.

La loi 90-10 a prévu les divers instruments classiques de la politique monétaire notamment :

- ✓ Le réescompte d'effets publics et privés ;
- ✓ L'open market : vente et achat d'effets publics et privés ;
- ✓ La prise en pension d'effets publics et privés
- ✓ Les réserves obligatoires.

⁸ Rapport de la Banque d'Algérie.

211 Le réescompte d'effets publics et privés

La procédure de réescompte était la source privilégiée du refinancement des banques et le taux de réescompte constitue le taux directeur des crédits à l'économie. Le taux de réescompte a constitué pendant longtemps le principal outil de la politique monétaire.

212 Les opérations d'open market

Par les opérations d'open market, la banque d'Algérie achète et vend, sur le marché secondaire, des effets public ayant moins de six mois à courir et des effets privés admissibles au réescompte et aux avances.

213 La prise en pension d'effets publics et privés

Les opérations de prises en pensions ont été introduites lors de la réforme du marché monétaire en 1990. Elles constituent la première manifestation de la banque d'Algérie sur le marché monétaire. Pour réguler la liquidité bancaire, la banque d'Algérie intervient quotidiennement sur le marché interbancaire par les opérations de pension à 24 heures. Il s'agit d'injecter ou d'éponger la liquidité par la mise en pension ou la prise en pension d'effets public ou privés.

214 Les réserves obligatoires

La réserve obligatoire, comme son nom l'indique, est une obligation qui entraîne : une pénalité que peut encourir l'assujéti qui ne la respecte pas, tout en lui accordant la possibilité de recours, auprès de la juridiction compétente, ce qui ne peut instituer que par une loi « *La Banque centrale peut exiger que les banques placent auprès d'elle, en compte bloqué, avec ou sans intérêt une réserve calculée, soit sur l'ensemble des dépôts, soit sur une catégorie de ceux-ci, soit sur l'ensemble de leurs placements, soit sur une catégorie de ceux-ci, tant en monnaie nationale qu'en monnaie étrangère. Cette réserve est dénommée réserve obligatoire. Le taux de réserve obligatoire ne peut dépasser, en principe, 28% des montants servant à la base de calcul. Cependant, la banque centrale peut fixer un taux supérieur en cas de nécessité dûment justifiée. Tout manque dans la réserve obligatoire d'une banque la soumet d'office à une astreinte journalière égale à 1% de ce manque ; cette astreinte est perçue par la banque centrale. L'astreinte peut faire l'objet d'un recours conformément à l'article 50* ». Disposait dans la loi 90-10, article 93.

22 La conduite de la politique monétaire durant la période de la stabilisation macro-économique et de l'ajustement structurel (1994-1998)

L'économie algérienne est soumise au programme d'ajustement structurel depuis la signature en avril 1994, d'un accord avec le Fonds monétaire international (FMI) et l'acceptation, pour la première fois de son histoire, de rééchelonner ses dettes extérieures vis-à-vis des Clubs de Paris et de Londres. Cet engagement dans le rééchelonnement a été

repoussé par tous les gouvernements qui se sont succédé, depuis l'apparition de la crise de 1988 jusqu'à la fin de l'année 1993, année au cours de laquelle le service de la dette extérieure (rapport entre la valeur des remboursements annuels et celle des exportations) avait atteint le taux record de 86%.

La politique monétaire digne son nom par l'application du programme de stabilisation macro-économique (04/1994-03/1995) puis du programme d'ajustement structurel (04/1995-04/1998). C'est-à-dire avec ses objectifs et ses instruments, a été mise à contribution ; mais elle ne l'a pas été de manière autonome. En fait, elle a été intégrée dans un package d'ensemble aux côtés de la politique budgétaire, de la politique de change et autres mesures telles que le rééchelonnement de la dette extérieure, la libéralisation des importations, comme l'exigeaient à la fois la situation économique en fin de 1993 et la nécessité de la relance du processus de transition.

Le programme d'ajustement structurel avait pour objectif de corriger les déséquilibres budgétaires et monétaires, libéraliser le système économique et renforcer l'application de la loi sur la monnaie et le crédit. Les mesures d'ordre interne prises dans le programme d'ajustement structurel sont liées à la politique des prix, du crédit, et du marché financier. Cela s'est traduit par la réduction du montant des subventions, la libéralisation des prix, la limitation du refinancement des banques commerciales auprès de l'institut d'émission, l'imposition d'un taux de réserve obligatoire.

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

23 Evolution de taux de l'inflation durant la période : 1990-1999

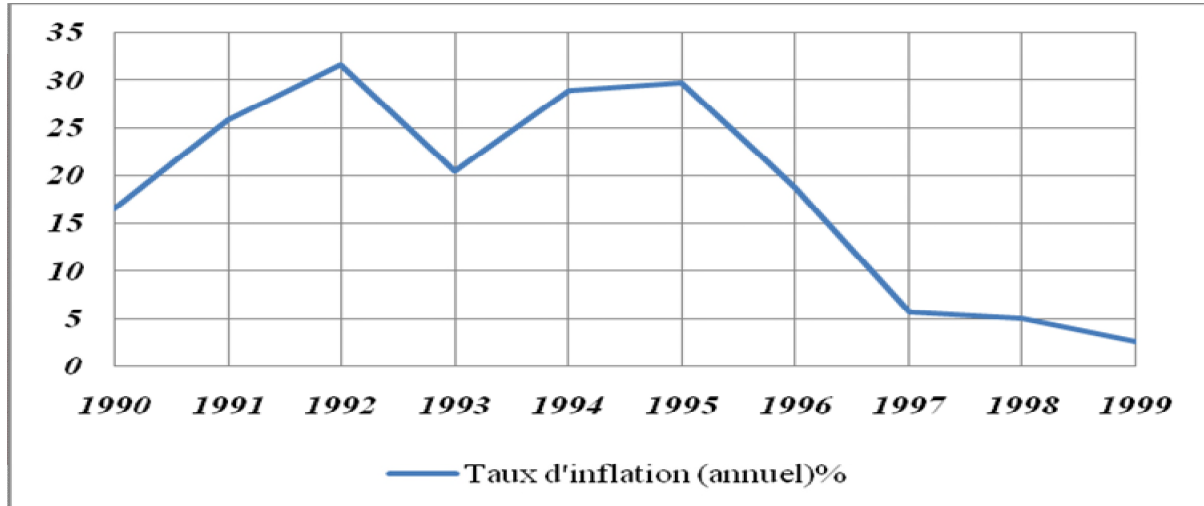
Cette période marque la transition d'économie algérienne vers l'économie de marché, donc caractérisée par des mutations dont la maîtrise de la stabilité des prix, c'est-à-dire l'inflation. Elle a été marquée par une forte inflation qui a résulté pour l'essentiel de la libéralisation des prix (réformes économiques), de l'expansion monétaire, de la politique budgétaire de l'État (déficit), et du désengagement de l'État qui s'est traduit par la suppression des subventions dont bénéficiaient les biens et services de consommation courante.

Tableau n°3 : L'évolution des taux d'inflation durant la période 1990-1999 en %

Années	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taux d'inflation (annuel)%	16,6	25,9	31,7	20,5	29,0	29,8	18,7	5,7	5,0	2,6

Source : Office national des statistiques.

Figure n°3 : Représentation graphique de taux d'inflation en % durant la période (1990-1999)



Source : Réalisé à partir des données de l'office national des statistiques.

On constate que le taux d'inflation évolue d'une tendance haussière de 1990-1995, d'où elle atteint 31,7% en 1992 et 29,8% en 1995. Ce dernier baisse durant la période d'ajustement structurelle jusqu'à 2,6% en 1999. L'objectif d'endiguer l'inflation a été réalisé en deux phases. D'abord par la stabilisation de ses rythmes, entre 29% et 30%, en 1994-1995 ; puis par la réduction de niveau d'inflation à partir de 1996. A partir de 1997, les rythmes de taux d'inflation furent ramenés à près de 5%, pour s'établir à un niveau nettement inférieur depuis 1998⁹. Nous remarquons que l'inflation a enregistré un taux de 30% en début de période de 1994-1995 et passée à 5% à la fin du programme d'ajustement structurelle.

La mise en œuvre des programmes de stabilisation et d'ajustement structurel a permis de lutter de manière efficace contre l'inflation en Algérie dans la mesure où le taux d'inflation est passé de 31,7% en 1992 à 2,6 % en 1999.

24 La maîtrise d'inflation durant cette période (1990-1999)

241 Le réescompte d'effets publics et privés comme instrument de la politique monétaire

Les autorités monétaires ont mené une politique restrictive qui se traduit par la contraction des crédits du système bancaire de 522,2 à 422 milliards de dinars entre 1993 et 1997, à l'égard de l'état et du secteur économique productifs qui a pour effet de réduire la masse monétaire de 21,5% en 1993 à 10,5% en 1994 en terme réescompte dans une première étape et de limiter sa croissance dans une seconde étape¹⁰.

⁹ Imane M., « Les trois phases de développement du système monétaire et bancaire algérien », Algérie : cinquante ans d'expériences de développement Etat-Economie-Société, 2006.

¹⁰ ZEMOURI Messaoud, « La portée du succès du post-ajustement dans le cas de l'Algérie », Revue des sciences économiques et de gestion, n°2, Université de Batna, Algérie, 2003, page 41.

242 La politique d'austérité

En se fixant pour objectif primordial la compression de la demande intérieure, le programme de stabilisation a fatalement permis de maîtriser l'inflation. La réalisation de la performance en matière d'inflation a été rendue possible grâce à une politique d'austérité, à la stérilisation d'une partie des ressources dégagées par le rééchelonnement de la dette extérieure ainsi qu'à l'excédent de la balance commerciale d'où nous avons :

- ✓ Le premier rééchelonnement de la dette extérieure publique de l'Algérie avec le Club de Paris est intervenu au mois de mai 1994 et il a porté sur un montant de 4,4 milliards de dollars restructuré sur une durée de 16 années dont 4 de grâce. Ce premier rééchelonnement a permis de faire fixer le ratio du service de la dette à 55,3% au lieu de 96% en l'absence de rééchelonnement.
- ✓ Le second rééchelonnement avec le Club de Paris est intervenu au mois de juillet 1995, et il a porté sur un montant de 7 milliards de dollars.
- ✓ Le premier rééchelonnement de la dette extérieure privée de l'Algérie avec le Club de Londres est intervenu au mois de juin 1996 et il a porté sur le montant 3,2 milliards de dollars.

Si on ajoute aux 14,6 milliards de dollars dégagés par le rééchelonnement les apports exceptionnels de différentes institutions multilatérales, on obtient un montant total de 20 milliards de dollars¹¹.

- La politique d'austérité a permis de maîtriser non seulement l'inflation par les coûts grâce à la maîtrise de la hausse des salaires, mais également l'inflation par la demande, et ce, à travers les restrictions imposées dans les domaines budgétaire et monétaire et par la compression de la demande d'importations à la suite de la dévaluation.
- Le remboursement de la dette des entreprises vis à vis de l'État, la reconstitution des réserves de change et le remboursement de la dette de l'État vis à vis de la Banque Centrale grâce à la stérilisation d'une partie des fonds dégagés par le rééchelonnement et par l'excédent de la balance commerciale, ont contribué à limiter les liquidités en circulation et du même coup à atténuer l'inflation monétaire.
- Outre ses effets positifs sur le pouvoir d'achat et le niveau de vie en général de la population, la maîtrise de l'inflation et le maintien de son taux à un niveau relativement bas constituent, du point de vue de l'économie algérienne, un critère essentiel de convergence (en alignant son taux d'inflation sur celui de ses principaux partenaires commerciaux) et de compétitivité internationale.

¹¹ ZEMOURI Messaoud, « La portée du succès du post-ajustement dans le cas de l'Algérie », Revue des sciences économiques et de gestion, n°2, Université de Batna, Algérie, 2003, page 44.

SECTION 3- LA POLITIQUE MONETAIRE DURANT LA PERIODE D'ECONOMIE DE MARCHE (2000-2012) ET LA POLITIQUE DE CIBLAGE D'INFLATION

Les objectifs de la politique monétaire durant cette période sont définis dans l'instruction n° 16-94 du 09 avril 1994, relative aux instruments de la politique monétaire et au refinancement des banques. Le paragraphe 5 de cette instruction stipule que « *l'objectif principale de la politique monétaire est, de facto, la maîtrise du rythme de l'inflation au moyen notamment d'un contrôle prudent de l'expansion monétaire et du crédit relativement à l'objectif d'inflation et de croissance. A cette fin, un plafond de croissance des avoirs intérieurs nets du système bancaire et un plafond de avoirs intérieurs nets de la banque d'Algérie sont mis en place* ». D'après cet article, il est possible de comprendre ce qui suit : l'objectif final de la politique monétaire à partir de 1994 est la maîtrise de l'inflation. Pour atteindre Cet objectif, un double objectif intermédiaire est mis en avant à savoir la limitation de croissance de la masse monétaire et celle du crédit. Mais l'atteinte de ce double objectif intermédiaire n'est pas évidente, il fallait définir objectif opérationnel consistant dans le plafonnement de la croissance des avoirs intérieurs de la banque centrale (les crédits à l'état et aux banques) et de ceux des banques (les crédits à l'état et à l'économie).

En fait, la véritable objectif opérationnel que la banque centrale peut maîtriser jusqu'à un certain point est le poste de ses « avoirs intérieurs ». D'ailleurs, c'est ce poste qui est privilégié dans la conduite de la politique monétaire jusqu'au moment où les banques ne se refinancent plus auprès de la banque centrale (à partir de 2001). Il y a lieu de noter, qu'à côté de l'objectif d'inflation, on trouve celui de la croissance. La cible d'inflation à contrôler serait définie en compatibilité avec un certain taux de croissance économique.

31 Evolution de taux de l'inflation durant la période : 2000-2012

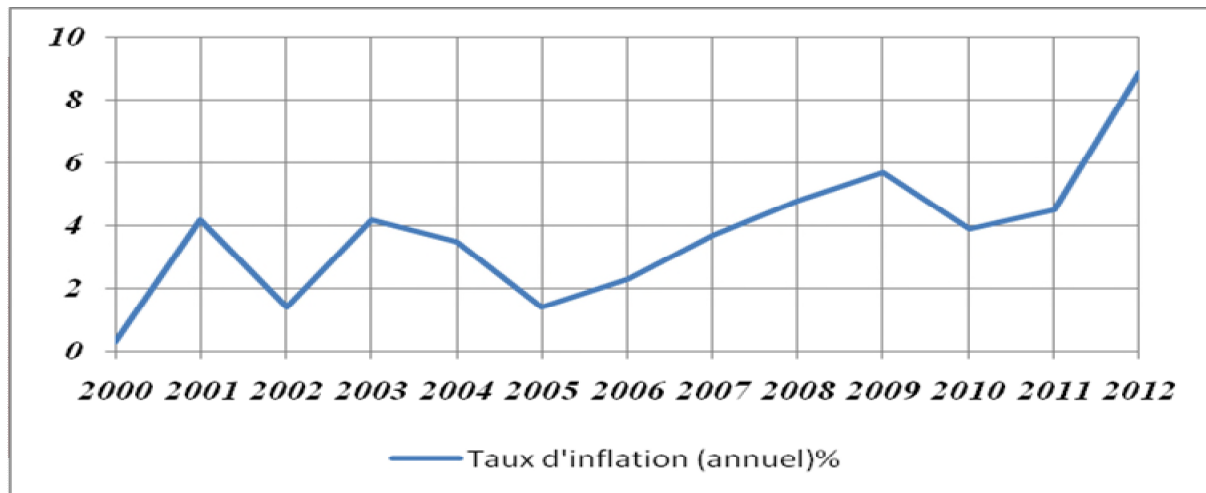
La politique monétaire dès le début des années 2000 va s'efforcer de stabiliser les prix en stérilisant les surplus. Telle est, schématiquement, l'évolution qui a caractérisé la conduite de la politique monétaire durant cette période. Ce que nous allons évoquée dans la maîtrise d'inflation.

Tableau n°4 : L'évolution des taux d'inflation durant la période 2000-2012 en %

Années	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Taux d'inflation (annuel)%	0,3	4,2	1,4	4,2	3,5	1,4	2,3	3,7	4,8	5,7	3,9	4,5	8,9

Source : Office nationale des statistiques.

Figure n° 4 : Représentation graphique de taux d'inflation annuel en % durant cette période (2000-2012)



Source : Réalisé à partir des données de l'office Nationale des Statistiques.

D'après ces données, on constate que l'inflation est demeurée faible jusqu'à la fin de l'année 2006 avec une inflation variant entre : 1% et 4,2%, mais s'est graduellement accrue par la suite en atteignant 5,7% à la fin de l'année 2009 en raison du rebondissement des prix des produits alimentaires. En fin 2012, l'inflation s'établissait à 8,9%.

Durant la période 2005 jusqu'à 2009, l'inflation est caractérisée par une tendance haussière, allant de 1% à 6%, pour baisser en 2010 et atteindre 3,91%, et remonter ensuite à 4,52% en 2011. En 2012, sous l'effet de la croissance des prix, le taux d'inflation est monté jusqu'à 8,9%. Cet effet inflationniste est principalement à cause de l'évolution des prix des produits alimentaires, dont la variation de l'indice a atteint 11,6%, sous l'effet d'une forte augmentation des prix des biens agricoles frais (au plus de 18,9%) et des produits agro-alimentaires à 5,64%¹².

32 Les instruments de la politique monétaire utilisée dans la maîtrise d'inflation durant cette période (2000-2012)

Afin de réduire la surliquidité globale et prévenir le risque inflationniste, objectif ultime de la politique monétaire, la Banque d'Algérie a recours, dès le début 2001, à l'instrument traditionnel des réserves obligatoires, mais comme cela n'a manifestement pas suffi à stériliser une proportion suffisante des liquidités bancaires offertes sur le marché monétaire interbancaire, la Banque d'Algérie a dû recourir à un autre instrument : la reprise de liquidités.

¹² Flash de conjoncture, direction générale de la prévision et des politiques, Ministère des finances, (fin mars 2012).

321 La reprise de liquidités

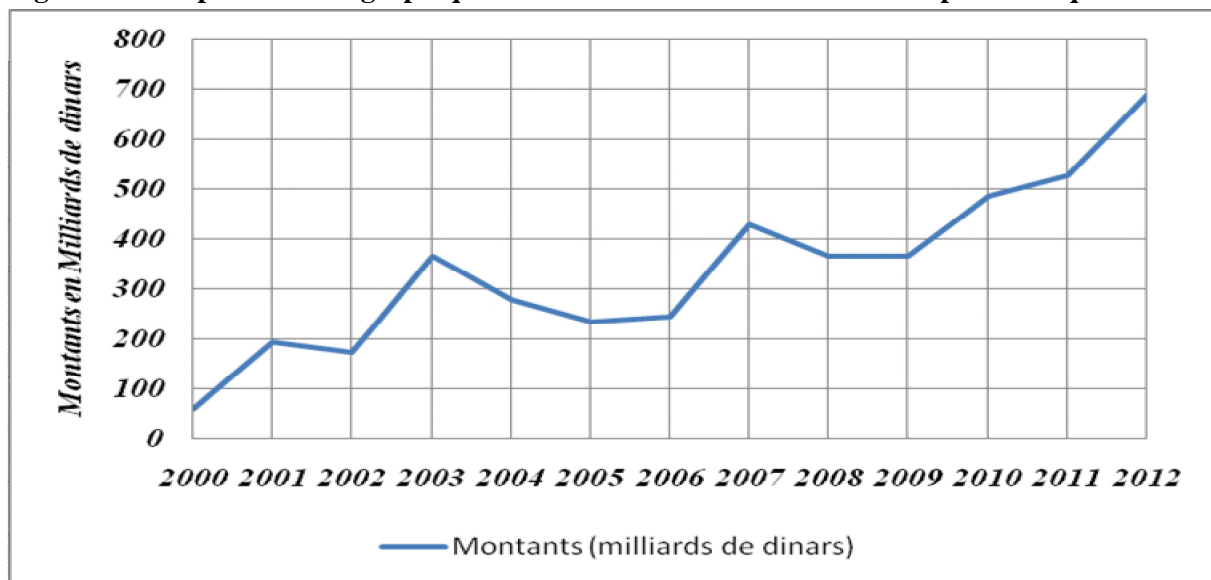
L'amélioration en permanence de la liquidité des banques au premier trimestre de l'année 2002, et donc l'excès de liquidité qui en a résulté, a amené la Banque d'Algérie à intervenir sur le marché monétaire avec un nouvel instrument dit « reprise de liquidité par appel d'offres ». Il s'agit là d'une technique de ponctions sur la liquidité du marché monétaire introduite et opérée, à partir d'avril 2002, par la Banque d'Algérie.

Tableau n°5 : Evolution des montants de la reprise de liquidité (Mds de dinars) ; 2000-2012

Années	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Montants	58,7	193,3	172,9	364,6	277,6	233	243,2	427,8	363,8	364,3	484,7	527,5	688,2

Source : Banque d'Algérie.

Figure n°5 : Représentation graphique de l'évolution des montants de la reprise de liquidité.



Source : Réalisé à partir des données de la Banque d'Algérie.

D'après les données ci-dessus, on constate une tendance haussière des montants de la reprise de liquidité (instruments indirect de la politique monétaire) de 2000-2003, d'où elle atteint 58,7 milliards de dinars en 2000 et 364,6 milliards de dinars en 2003. Ce dernier baisse jusqu'à 233 milliards de dinars en 2005 et remonte à partir de 2006. Elle atteint 688,2 milliards de dinars en 2012.

Pour assurer une utilisation efficace des instruments indirects de la politique monétaire, la Banque d'Algérie a poursuivi l'amélioration de son programmation monétaire et la gestion de la liquidité globale. En particulier, des progrès importants ont été effectués en matière de prévision de la liquidité (facteurs autonomes de l'offre), où deux variables ont dominé : la position créditrice (dépôts) du Trésor à la Banque d'Algérie et les avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie. Une situation de grande liquidité des banques a caractérisé le second semestre de l'année 2001 ainsi que toute l'année 2002. Le contexte d'excès de liquidité en 2002 a fait que la politique monétaire s'est exercée surtout au moyen d'un nouvel

instrument qui est la reprise de liquidité et ce, pour rendre plus efficace le contrôle des agrégats monétaires.

La reprise de liquidité, qui s'est conjugué avec un réajustement quasi immédiat de la courbe des taux d'intérêt, a permis d'absorber une bonne partie de l'excès de liquidité. Face à la persistance de la situation d'excès d'offres de liquidités sur le marché monétaire, la Banque d'Algérie a intensifié ses interventions sur ce marché en augmentant les montants des reprises de liquidité. L'objectif ultime de la politique monétaire exprimé en termes de stabilité à moyen terme des prix, à savoir l'inflation.

Il importe de souligner que la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie au moyen d'instruments indirects, dont les reprises de liquidité en tant qu'instrument de marché, a permis de résorber l'excès de liquidité d'une manière effective.

322 La réserve obligatoire

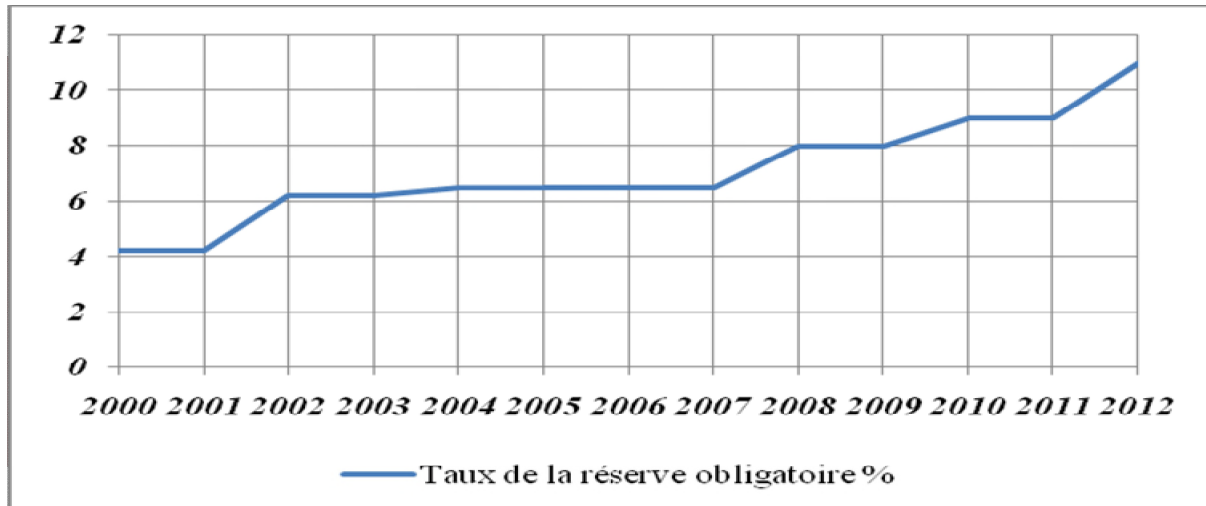
La Banque d'Algérie a, dès Février 2001, réactivé l'instrument réserves obligatoires et ce, pour amener les banques à bien gérer leur liquidité et endiguer l'impact négatif de chocs exogènes sur la liquidité bancaire. La réserve obligatoire a été utilisée d'une manière active, à mesure que le taux de cette réserve a été modulé en fonction de l'évolution des réserves libres des banques. Cependant, le rôle de cet instrument reste potentiellement important à en juger par la part relative appréciable des effets publics dans les portefeuilles des banques par rapport à leurs actifs.

Tableau n°6 : Evolution des taux la réserve obligatoire durant cette période en %

Années	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Taux de la réserve obligatoire %	4,25	4,25	6,25	6,25	6,5	6,5	6,5	6,5	8	8	9	9	11

Source : Réalisé à partir des données de la Banque d'Algérie.

Figure n°6 : Représentation graphique de l'évolution des taux de la réserve obligatoire



Source : Réalisé à partir des données de la Banque d'Algérie.

Les taux de la réserve obligatoire ont connu une tendance haussière de 2000-2012, d'où elle monte de 4,25 % en 2000 à 6,5 % en 2007, après avoir resté constant de 2004 à 6,5 %. Cette tendance continue à 8 % en 2008 jusqu'à 9 % en 2011, ce dernier atteint 11 % en 2012. Cette augmentation du taux d'assiette de la réserve obligatoire visait aussi à contribuer au renforcement de la stabilité financière.

L'instrument réserves obligatoires a constitué un autre instrument actif tout au long de cette période, d'autant que son coefficient a été ajusté à la hausse jusqu'à 11 % afin de renforcer le rôle de la politique monétaire dans le contrôle de l'inflation. Ainsi, les réserves obligatoires, dont l'assiette est représentée par les dépôts en dinars, ont évolué en parallèle avec les moyens d'action des banques, représentant entre 18 % et 20 % des liquidités bancaires auprès de la Banque d'Algérie. L'encours des réserves obligatoires a atteint 754,10 milliards de dinars à fin décembre 2012 contre 602,97 milliards de dinars à fin mars 2012.

323 Le réescompte d'effets public et privé

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

33 La politique de ciblage flexible en Algérie

L'année sous revue (2012) correspond à la onzième année d'excès de liquidité et à la deuxième année de conduite de la politique monétaire avec ciblage d'inflation, après une

reprise de l'inflation au second semestre 2011 liée notamment au choc sur les prix à la consommation au début de cette même année.

Pour cela, la Banque d'Algérie a affiné davantage la détermination des objectifs quantitatifs monétaires et de crédit cibles, sur la base des projections de la balance des paiements, des finances publiques et des opérations du Trésor. Les prévisions de l'évolution des agrégats réels et de leurs déflateurs sont utilisées pour l'estimation du ratio de liquidité. Le cadre analytique repose à la fois sur une analyse monétaire approfondie, visant à évaluer les tendances de la masse monétaire et du crédit, et sur leurs composantes respectives. En outre, si les signaux pertinents quant à la tendance de l'inflation étaient également recherchés, il importe de souligner que l'année 2012 a constitué la première année d'exercice de ciblage flexible d'inflation¹³, pendant que la variable taux de change reste une «variable clé» dans la programmation monétaire et financière en Algérie ; la politique de taux de change effectif proche de son niveau d'équilibre estimé en fonction des fondamentaux contribuant à étayer l'objectif de politique monétaire. Par ailleurs, après l'année 2011 caractérisée par une forte expansion des dépenses budgétaires, la programmation monétaire a intégré en 2012, dans une large mesure, le rythme et le profil prévisibles des décaissements de la sphère budgétaire, notamment au titre des dépenses courantes.

La forte croissance des cours mondiaux des produits de base en 2011 et la reprise de l'inflation des prix à la consommation au cours de cette même année, surtout au second semestre, a amené le Conseil de la monnaie et du crédit, à maintenir l'objectif d'inflation à 4% au titre de l'année 2012, avec une orientation prospective. Pour ce faire, le Conseil de la monnaie et du crédit a examiné les objectifs en matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédit cohérents avec la cible d'inflation. Il a arrêté le taux de croissance de la masse monétaire (M2) à 10,5 - 12 % et celui des crédits à l'économie à 13,5 - 15,5 %. Il résulte de ces objectifs d'évolution des agrégats monétaires et de crédit, les limites relatives aux opérations de la Banque d'Algérie déterminées en stocks et en flux au titre de l'année 2012.

Il est utile de noter que ces objectifs quantitatifs monétaires et de crédit, ainsi que l'objectif d'inflation, ont été déterminés sur la base de l'hypothèse de prix moyen de dollars/baril pour 2012, après la reprise en la matière réalisée en 2010 (80,15 dollars/baril) et en 2011 (112,94 dollars/baril). Pour l'année sous revue, le prix moyen des hydrocarbures s'est établi à 111,04 dollars/baril, en baisse par rapport au prix moyen retenu (114 dollars/baril) dans la programmation financière et une faible baisse par rapport à son niveau de l'année 2011. En conséquence, l'expansion monétaire au rythme effectif de 10,91 % en 2012 (19,91% en 2011) est en phase avec l'objectif quantitatif en la matière (entre 10,5 % et 12 %) arrêté par le Conseil de la monnaie et du crédit, en situation de faible progression des avoirs extérieurs nets et de forts décaissements au titre de la hausse significative des dépenses budgétaires courantes (salaires et transferts) pour la seconde année consécutive. De plus, l'année 2012

¹³ Rapport 2012 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire, chapitre 9, page 143.

s'est caractérisée par un creusement du déficit global des opérations du Trésor, tout comme en 2009 corrélativement au choc externe de grande ampleur¹⁴.

Le Conseil de la monnaie et du crédit a souligné, pour l'année 2012, l'orientation prospective de la politique monétaire face au risque à la hausse pour l'inflation endogène qui a émergé dès janvier. Dans un tel contexte de risques d'inflation suite au choc sur les prix de début d'année 2011 et à l'accélération de l'inflation au second semestre de cette même année, la gestion de l'excès de liquidité sur le marché monétaire est restée une préoccupation majeure dans la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie. Cette dernière, en capitalisant sur les efforts soutenus en matière de projection des facteurs autonomes et de prévision de liquidité bancaire, a approfondi l'analyse des canaux de transmission des effets de la politique monétaire à l'économie réelle où les interventions de la Banque d'Algérie sur le marché monétaire jouent un rôle important. Dans cet objectif de contrôle efficace de l'excès de liquidité, la Banque d'Algérie affine d'une manière soutenue la prévision de la liquidité centrale en maîtrisant les mécanismes de monétisation des flux de devises et en suivant rigoureusement les flux d'encaissements et de décaissements du trésor au moyen d'une traçabilité des données de paiement y afférentes.

La facilité permanente de dépôts rémunérés, opération de réglage fin effectuée à l'initiative des banques, est restée un instrument actif de la politique monétaire tout au long de l'année 2012, en ligne avec le profil de la liquidité bancaire suite à sa contraction en 2009 inhérente au choc externe. Aussi, la part relative de l'instrument facilité de dépôts rémunérés dans la résorption de l'excès de liquidité est évaluée à 38,3 % en décembre 2012 contre 29,2% à fin juin 2012, alors qu'il avait atteint 51,3 % en mars 2012 et 53,3 % en décembre 2011.

Conclusion

La conjugaison de l'objectif d'inflation avec les objectifs monétaires quantitatifs amène la Banque d'Algérie à affiner de plus en plus la programmation monétaire, notamment infra annuelle, et à utiliser avec flexibilité les instruments appropriés de conduite de la politique monétaire.

En Algérie, le suivi et le contrôle de l'inflation émergent désormais au premier plan, en application des nouvelles dispositions relatives à la monnaie et au crédit d'août 2010. Le passage à la fin de cette décennie à un objectif d'inflation cible est venu confirmer le bon tenue des prix, l'inflation ayant été réduite en contexte de stabilité macroéconomique consolidée et de taux de change effectif réel proche de l'équilibre en régime de change flexible. C'est dans un tel contexte que la base monétaire sert comme objectif intermédiaire, à mesure que cet agrégat est sous le contrôle de la Banque d'Algérie et qu'il existe une relation étroite entre l'inflation et l'agrégat monétaire M2 (hors dépôts du secteur des hydrocarbures). Ce qui confère de facto un rôle aux agrégats monétaires dans la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie, pendant que la prévision de l'inflation à court terme prend

¹⁴ Rapport 2012 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire, chapitre 9, page 145.

désormais une importance particulière. L'objectif d'inflation devient ainsi déterminant par rapport au ciblage monétaire quantitatif souple en vigueur ; l'objectif intermédiaire poursuivi (agrégat monétaire) devant contribuer à la concrétisation de l'objectif d'inflation.

Ce ciblage de l'inflation a davantage mis en avant la contribution de la politique monétaire à la stabilité macroéconomique en Algérie, en contexte de stérilisation d'une partie de l'excès de liquidité par le Trésor et de forte réduction de la dette publique externe. Sur la base de cette politique en matière de contrôle de l'inflation en contexte d'excès structurel de liquidité sur le marché monétaire et des leçons tirées de la crise financière mondiale, le cadre de la politique monétaire a été réformé en août 2010 pour instituer la stabilité des prix (l'objectif d'inflation) comme objectif explicite de la politique monétaire, comme cela a été décrit plus haut.

*Conclusion
générale*

CONCLUSION GENERALE

Aux termes de ce travail, nous concluons qu'un objectif important de la politique monétaire devrait être évitée les fluctuations non anticipées du niveau des prix. Celle-ci est un ensemble des mesures destinées à la régulation de la création monétaire à court terme, moyen et long terme, ce qui permettrait de justifier la stabilité des prix comme principal objectif à long terme de la politique monétaire. Au cours de ces dernières années, les banques centrales ont entrepris de mettre davantage l'accent sur la stabilité des prix comme principal objectif à long terme de la politique monétaire.

Pour l'Algérie, la politique monétaire suivrait les mutations économiques qu'allait connaître l'économie Algérienne. L'évolution de ce dernier est marquée par deux périodes essentielles : la période de planification et la période de l'économie de marché.

La période de la planification financière a connu surtout une stabilité des taux d'intérêts créditeurs et débiteurs avec un niveau très bas. La gestion des taux d'intérêts entre dans le cadre de la logique de financement, qui consiste à mettre à la disposition des entreprises, en particulier les entreprises publiques, des financements à moindres coûts. Le financement de l'économie pour cette période a engendré un financement inflationniste par un appel accru à la monnaie centrale au détriment de la mobilisation des ressources d'épargne existant sur le marché. La politique monétaire a constitué un des éléments de la planification financière durant la période de dirigisme de l'économie algérienne. L'engagement de la Banque d'Algérie dans le financement de l'économie a connu une véritable crise, sachant qu'elle été dépendante du pouvoir public.

A partir des années 1990, on a constaté des réformes économiques qui ont été introduites sans pour autant modifier le mode de financement de l'économie planifiée vers celle d'une économie de marché. Toutefois une série de mesures qui allait dans le sens de libéralisation de la politique monétaire a été prises en compte.

Le début des années 2000 marque la période d'une économie de marché, d'où la politique monétaire en Algérie a eu pour l'objectif final la stabilité des prix par une décélération de la croissance monétaire. C'est une stratégie par laquelle la Banque d'Algérie, en fixant un taux d'inflation de 3% comme objectif, oriente son action sur le maintien de l'inflation proche de cet objectif (ciblage de l'inflation). La conjugaison de l'objectif d'inflation avec les objectifs monétaires quantitatifs amène la Banque d'Algérie à affiner de plus en plus la programmation monétaire, notamment infra annuelle, et à utiliser avec flexibilité les instruments appropriés de conduite de la politique monétaire.

Notre objectif dans ce travail été de faire un essai d'analyse sur l'efficacité de la politique monétaire en Algérie dans la maîtrise de l'inflation. Nous avons opté pour une analyse statistique, pour la vérification de l'efficacité de ce dernier en utilisant les instruments, tel que la reprise de liquidité et la réserve obligatoire dans la maîtrise de l'inflation.

En termes de la reprise de liquidité, qui s'est conjugué avec un réajustement quasi-immédiat de la courbe des taux d'intérêt, a permis d'absorber une bonne partie de l'excès de liquidité. Face à la persistance de la situation d'excès d'offre de liquidité sur le marché monétaire, la Banque d'Algérie a intensifié ses interventions sur ce marché en augmentant les montants des reprises de liquidité, d'où nous avons constaté une tendance haussière des montants récupérés. Il importe de souligner que la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie au moyen d'instruments indirects, dont les reprises de liquidité en tant qu'instrument de marché, a permis de résorber l'excès de liquidité d'une manière effective avec l'objectif ultime exprimé en termes de stabilité à moyen terme des prix, à savoir l'inflation.

La réserve obligatoire a été utilisée d'une manière active, à mesure que le taux de cette réserve a été modulé en fonction de l'évolution des réserves libres des banques. Cependant, le rôle de cet instrument reste potentiellement important à en juger par la part relative appréciable des effets publics dans les portefeuilles des banques par rapport à leurs actifs. Le taux de la réserve obligatoire a connu une tendance haussière, d'où elle atteint 11% en 2012, afin de renforcer le rôle de la politique monétaire dans le contrôle de l'inflation.

L'augmentation des reprises de liquidités et l'ajustement à la hausse du taux d'assiette de la réserve obligatoire ont contribué pleinement à atténuer l'effet de l'excès de liquidités sur l'inflation, l'efficacité de la politique monétaire dans la résorption de cet excès de liquidité peut être appréciée aussi à travers le niveau et le trend des réserves libres des banques.

Généralement les résultats obtenus dans le cadre de ce mémoire, nous permettent à répondre à notre objectif fixé au départ, nous acceptons aussi qu'il y ait certaines limites à ce travail dû à la nature et restrictions faites sur les données disponibles. En effet notre analyse a porté sur une période allant de 1970 à 2012.

Bibliographie

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Ouvrage :

- 1) André Chaineau, « Mécanismes et politique monétaires », 1^{ière} édition, France, 1968.
- 2) Artus Patrick, « Politique monétaire », Economica 49, rue Huéricart, 75015 Paris.
- 3) Benaouda H., « Système productif Algérien et indépendance nationale », tome 2, Algérie, 1983.
- 4) Benissad H., « Algérie restructuration et réformes économiques (1979-1993) », Alger, 1994.
- 5) Bernard Guerrien, « Monnaie et inflation », édition economica, Paris, 2004.
- 6) Christian de Boissieu, « Monnaie et Economie », Economica 49, rue Huéricart, 75015 Paris.
- 7) Brahim A., « L'économie Algérienne », Alger, avril 1991.
- 8) Goux J-F, « Economie monétaire et financière », 3^e édition, Paris, 1998.
- 9) Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud « L'Essentiel sur l'Economie », 4^{ième} Edition, Alger, 2007.
- 10) Mishkin Frederic « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^e édition, Paris, 2007.
- 11) Silem A., Albertin J-M, « L'exique d'économie », 7^{ème} édition, Italie, 2002.

Rapports :

- 1) Rapport 2002 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire.
- 2) Rapport 2003 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire.
- 3) Rapport 2004 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire.
- 4) Rapport 2005 de la banque d'Algérie, annexe au rapport.
- 5) Rapport 2006 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire.
- 6) Rapport 2007 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire.
- 7) Rapport 2008 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire.
- 8) Rapport 2009 de la banque d'Algérie, annexe au rapport.
- 9) Rapport 2010 de la banque d'Algérie, annexe au rapport.
- 10) Rapport 2011 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire.
- 11) Rapport 2012 de la banque d'Algérie, situation monétaire et politique monétaire.

Mémoires et thèses :

- 1) KABBOU Zahir, « Essai d'analyse et d'évaluation de l'impact de la politique monétaire sur l'inflation en Algérie » mémoire de master, Université de Bejaia, 2013.
- 2) ZIED Ftiti, « Politique de Ciblage d'Inflation, Règles de Conduite, Efficacité, Performance », thèse de doctorat (NR) en science économique, Université de Lyon, 2010.

Articles :

- 1) Ilmane M., « Les trois phases de développement du système monétaire et bancaire Algérien », Algérie : cinquante ans d'expérience de développement Etat-Economie-Société, 1990-2005.

Référence bibliographiques

- 2) Mohsen Brahmi et Sonia Zouary « Degré de pertinence de la politique de ciblage d'inflation », International Journal of Innovation and Applied Studies, vol 2 No. 1 Jan. 2013.
- 3) Zehra Yeşim GÜRBÜZ BEŞEK, « Crédibilité et l'efficacité de la politique de ciblage d'inflation en Turquie sur la période 2002 et 2006 », thèse de doctorat en science économique, Université Rennes2, 2008.

Revues :

- 1) ZEMOURI Messaoud, « La portée du succès du post-ajustement dans le cas de l'Algérie », Revue des sciences économiques et de gestion, n°2, Université de Batna, Algérie, 2003.

LISTE DES FIGURES

Figure n°1: Représentation graphique de taux d'inflation annuel en % durant cette période (1970-1979).....	44
Figure n°2: Représentation graphique de taux d'inflation annuel en % durant cette période (1980-1989).....	45
Figure n°3: Représentation graphique de taux d'inflation annuel en % durant la période (1990-1999).....	48
Figure n°4: Représentation graphique de taux d'inflation annuel en % durant cette période (2000-2012).....	50
Figure n°5: Représentation graphique de l'évolution des montants de la reprise de liquidité.....	51
Figure n°6: Représentation graphique de l'évolution des taux de la réserve obligatoire.....	52

LISTE DES TABLEAUX

Tableau n°1 : L'évolution des taux d'inflation durant la période 1970-1979 en %	44
Tableau n°2 : L'évolution des taux d'inflation durant la période 1980-1989 en %	45
Tableau n°3 : L'évolution des taux d'inflation durant la période 1990-1999 en %	48
Tableau n°4 : L'évolution des taux d'inflation durant la période 2000-2012 en %	50
Tableau n°5 : Evolution des montants de la reprise de liquidité (Milliards de dinars) ;2000-2012.....	51
Figure Tableau n°6 : Evolution des taux la réserve obligatoire durant cette période en %	52

TABLE DES MATIERES

Introduction générale	1
Chapitre 1 : Les fondements théoriques de la politique monétaire	4
Introduction	4
Section 1- Les objectifs de la politique monétaire	4
11 La stabilité des prix	4
12 La lutte contre le chômage	5
13 La croissance économique	5
14 La stabilité des marchés financiers.....	5
15 La stabilité des taux d'intérêt	6
16 La stabilité des marchés des changes	6
Section2- Les instruments de la politique monétaire	6
21 Le marché de la monnaie centrale et le taux de l'argent au jour le jour	7
22 Les opérations d'open market	7
23 Les facilités permanentes	8
24 Les réserves obligatoires	8
Section 3- Les mécanismes de transmissions de la politique monétaire	9
31 Canaux traditionnels de taux d'intérêt.....	9
32 Canaux des prix d'autres actifs	10
321 Effets du taux de change sur les exportations nettes.....	10
322 Théorie du coefficient q de Tobin	11
323 Effets de richesse.....	11
33 Approche par le crédit	12
331 Canal du crédit bancaire	12
332 Canal du bilan.....	12
333 Canal des variations non anticipées du niveau général des prix	13
334 Effets sur la liquidité des ménages	13

Table des matières

Section 4- Les modes d'intervention de la banque centrale	14
41 Politique discrétionnaire.....	14
42 La poursuite d'une règle.....	14
421 Pourquoi la poursuite d'une règle ?.....	14
422 La règle de Taylor	15
Section 5- L'efficacité de la politique monétaire	15
Section 6- La conduite de la politique monétaire selon les régimes économiques	16
61 La conduite de la politique monétaire dans une économie d'endettement	16
611 Les caractéristiques de la politique monétaire dans une économie d'endettement.....	16
6111 Le financement dans une économie d'endettement	16
612 Les mécanismes de conduite de politique monétaire d'une économie d'endettement	17
62 La conduite de la politique monétaire dans une économie du marché.....	18
621 Les mécanismes de conduite d'une économie du marché.....	19
Conclusion	20
Chapitre 2 : La politique de ciblage d'inflation	21
Introduction	21
Section1- Motivation d'apparition et définition de ciblage d'inflation	21
11 Définitions de ciblage d'inflation.....	22
111 Leiderman et Svensson (1995).....	22
112 Eichengreen, Masson, Savastano et Sharma (1997).....	22
113 Bernanke et Mishkin (1997).....	23
114 Bernanke et <i>al.</i> (1999).....	23
115 Cottarelli and Giannini (1997)	23
116 Mishkin (2000).....	23
117 Svensson (2002)	24
118 La banque centrale Européenne (BCE).....	24
Section 2- Les conditions structurelles et institutionnelles	24
21 L'autonomie de la banque centrale	25
22 Des infrastructures techniques avancées	25
23 Un système financier et bancaire solide	25
24 Une structure d'économie stable	26

Section 3- Les conditions méthodologique de ciblage d'inflation	26
31 Choix de l'indice du prix.....	26
32 Le niveau de la cible.....	27
33 La fourchette cible.....	28
34 L'horizon de la cible	29
35 Le communiqué de presse joint.....	30
Section 4- Avantages et inconvénients de ciblage d'inflation	31
41 Avantages de la politique de ciblage d'inflation	31
411 Les réponses de ciblage d'inflation ne sont pas restreintes à certains chocs spécifiques	31
412 Sa flexibilité	31
413 L'horizon de l'action de la politique de ciblage d'inflation.....	31
414 Degré de crédibilité et de transparence	32
415 La responsabilité de la banque centrale envers l'objectif de stabilité des prix	32
416 L'existence des différents régimes de ciblage d'inflation.....	32
42 Inconvénients de la politique de ciblage d'inflation	32
Section 5 : Les règles de conduite de la politique de ciblage d'inflation	34
51 Règle de conduite symétrique	34
511 Règle de Taylor traditionnelle : Taylor (1993)	34
52 Règles de conduite asymétriques	35
521 Les préférences asymétriques des autorités monétaires	36
522 La non-linéarité de la courbe de Phillips.....	37
Conclusion	38
Chapitre 3 : L'efficacité de la politique monétaire en Algérie en termes de ciblage d'inflation	40
Introduction	40
Section 1- La conduite de la politique monétaire en Algérie durant la période d'économie planifié (1970-1989)	41
11 Le plan quinquennal de 1980	42
12 La décentralisation de système bancaire	43
13 Evolution de l'inflation durant la période : 1970-1979.....	44
14 Evolution de taux de l'inflation durant la période : 1980-1989	46
Section 2- La conduite de la politique monétaire durant la période de transition vers l'économie de marché (1990-1999)	47
21 Les instruments de la politique monétaire selon la loi 90-10 du 14/04/1990	48
211 Le réescompte d'effets publics et privés	48
212 Les opérations d'open market	48
213 La prise en pension d'effets publics et privés	48

Table des matières

214 La réserve obligatoire.....	48
22 La conduite de la politique monétaire durant la période de la stabilisation macro-économique et de l'ajustement structurel (1994-1998).....	48
23 Evolution de taux de l'inflation durant la période : 1990-1999	49
24 Les instruments de la politique monétaire utilisée dans la maîtrise d'inflation durant cette période (1990-1999).....	50
241 Le réescompte d'effets publics et privés	50
242 La prise en pension d'effets publics et privés	51
Section 3- La politique monétaire durant la période d'économie de marché (2000-2012) et la politique de ciblage d'inflation en Algérie	52
31 Evolution de taux de l'inflation durant la période : 2000-2012	52
32 Les instruments de la politique monétaire utilisée dans la maîtrise d'inflation durant cette période (2000-2012).....	53
321 La reprise de liquidités	54
322 La réserve obligatoire.....	55
323 Le réescompte d'effets public et privé	56
33 La politique de ciblage flexible en Algérie	56
Conclusion.....	58
Conclusion générale.....	60
Bibliographie.....	62
La liste des figures.....	64
La liste des tableaux	65