

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 :

Etude de l'évolution de la politique monétaire
Dans ses objectifs intermédiaires et son
efficacité

Réalisé par :

M^{elle} Bouamara Fahima
M^{elle} Mohammedi Sakina

Sous la direction de :

M^{me} Mizi ALLAOUA Lynda

Devant le jury composé de :

Président : AMRANI

Examineur : BELKADI

Remerciements

Nous tenons à remercier Dieu tous puissant de nous avoir donné la force et la patience pour mener ce travail à terme.

Nous remercions chaleureusement notre directrice **M^{me} MIZI LLAOUA Lynda**, pour ces orientations, son aide et surtout sa patience.

Nos sincères remerciements iront également à l'ensemble de nos professeurs pour l'aide qu'ils nous ont apportés.

Nous dressons nos remerciements, aussi, aux membres du jury, qui nous font l'honneur d'évaluer et d'examiner notre modeste travail.

Dédicace

Je dédie ce modeste travail :

Tout d'abord et avant tout a mon mari Loucif

A mon ange Malak

*A mes très chers parents surtout ma mère qui ma aidé à réalisé ce
travail*

A mes sœurs : Fouzia, ainsi son époux Kamel et Aida

A mes frères : Bihman et son épouse Hamida et Baby

A mes beaux parents et toutes la familles

A ma binôme Fahima et tout sa famille

*A mes amis : Zineb, Chanez, Fatima, Karima, Radia, Zahia et
toute la promotion MBEI (2013)*

Sakina

Dédicace

Je dédie ce travail :

*A mes parents qui m'ont soutenu
durant le parcours de mes études.*

Mes frères et ma sœur

A tous mes ami(e)s.

Fahima

Liste des abréviations

BA : Banque d'Algérie

BC : banque central

CMC : Conseil de la Monnaie et du Crédit

FMI : fonds monétaires internationales

FRR : fonds de régulation des recettes

IF : intermédiations financières

IPC : l'indice des prix à la consommation

LMC : loi sur la monnaie et du crédit

M1 : dépôt à vue

M2 : la masse monétaire en circulation

M3 : M2+ les dépôt à terme

ONS : office national des statistiques

PAS : programme d'ajustements structurelle

PIB : produit intérieur brut

PPA : parité de pouvoir d'achat

SF : système financier

SME : système monétaire européenne

Sommaire

INTRODUCTION GENERALE	1
Chapitre I : LA POLITIQUE MONETAIRE	4
Section 01 : La politique monétaire selon les approches de la théorie économique	4
Section 02 : Les objectifs de la politique monétaire	7
Section 03 : Les instruments de la politique monétaire	13
Chapitre II : évolution des politiques monétaires selon les objectifs intermédiaires définis	31
Section 01 : Présentation de banques étrangères implantées en Algérie.....	32
Section 02 : Le ciblage des agrégats monétaire	44
Section 03 : Le ciblage d'inflation	28
Chapitre III : La conduite de la politique monétaire en Algérie de 1990 à nos jours.....	35
Section 01 : la politique monétaire en Algérie durant la période 1990-1999	35
Section 02 : La politique monétaire durant la période 2000 à nos jours	42
CONCLUSION GENERALE	51

Bibliographie

Annexes

Tables des matières



Introduction générale

Introduction générale

La politique monétaire une des composantes de la politique économique, à côté de la politique budgétaire. Elle agit sur l'offre de la monnaie dans le but d'assurer son objectif de stabilité des prix. Elle est chargée également d'atteindre les autres objectifs de la politique économique (la croissance économique et le plein emploi, l'équilibre de la balance des paiements).

Elle se fixe des objectifs intermédiaires ; des variables monétaires dont elle surveille l'évolution et sur lesquelles elle peut agir directement par le moyen d'objectifs opératoires et d'instruments.

En ce qui concerne les objectifs intermédiaire, L'objectif défini ou fixé fut celui du taux de change dans un contexte de régime de change fixe et en se basant sur la théorie de la Parité des Pouvoirs d'Achat. De fait, plusieurs pays tentent d'importer un niveau d'inflation bas par ce moyen. Depuis l'évolution du système monétaire international vers les régimes flottants. Les pays cherchent donc à ancrer des variables internes, en l'occurrence la masse monétaire. Cet ancrage monétaire est basé sur la relation à long terme entre la croissance de la masse monétaire et celle des prix. Toutefois, en raison des innovations financières, la vitesse de circulation de la monnaie n'est plus stable impliquant une rupture de la relation de causalité entre l'inflation et l'objectif monétaire. L'orientation vers la détermination d'une règle des taux d'intérêt dans la politique de ciblage d'inflation constitue le troisième moyen de lutte contre l'inflation.

En Algérie, après trois décennies de gestion planifiée, l'économie a connu des transformations institutionnelles depuis 1990 par la promulgation de la loi 90-10 relative à la monnaie, et au crédit. L'objectif d'inflation assigné à la banque d'Algérie dans cette loi est définit parmi les autres objectifs de la politique économique. Cet objectif est devenu l'unique objectif de la politique monétaire depuis l'adoption du programme d'ajustement structurel.

La poursuite de cet objectif final est mise en œuvre par l'avènement de l'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit, modifiant la loi 90-10. En effet, cette ordonnance redéfinit les objectifs assignés à la politique monétaire en précisant les

prérogatives du conseil de la monnaie et de crédit en tant qu'autorité de la politique monétaire, L'objectif intermédiaire de croissance monétaire et des crédits depuis 1990.

Les nouvelles dispositions de cette loi donnent en 2010, désormais un ancrage légal à la stabilité des prix comme objectifs explicites de la politique monétaire, tout en veillant à la stabilité monétaire et financière. Pour cela, la BA utilise le contrôle de la masse monétaire et du crédit dans la conduite de la politique monétaire, ainsi, elle utilise pour la première fois le ciblage d'inflation, par la mise en place d'un modèle de prévision à court terme afin de prévoir mensuellement le taux d'inflation et son évolution dans un horizon d'une année.

En 2004, le conseil de la monnaie et du crédit a maintenu l'objectif d'inflation de 3% à moyen terme. En matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédits, le conseil a arrêté un objectif de croissance de la masse monétaire entre 14% et 15% et celle des crédits à l'économie entre 16,5% et 17,5% , elle fixe une cible d'inflation, ceci signifie qu'elle adopte une politique de ciblage d'inflation.

Notre travail consiste à étudier l'efficacité de la politique monétaire de la Banque d'Algérie selon les objectifs intermédiaires qu'elle définit. Autrement dit, est-ce que les objectifs intermédiaires définis par la Banque d'Algérie lui permettent d'avoir des résultats probants dans la politique monétaire qu'elle mène ?

De cette question principale découlent des questions subsidiaires :

- Quel est la définition de la politique monétaire selon les approches de la théorie économique et quels sont ses objectifs et ses instruments?
- Comment la politique monétaire doit être menée afin d'assurer l'objectif de stabilité des prix ? Quelles sont les différentes méthodes de politique monétaire que peut adopter un pays pour stabiliser les prix et quelles sont les conditions de réussite de chacune d'elle ?
- comment et par quels objectifs est conduite de la politique monétaire en Algérie de 1990 à ce jour ?

Pour mener à bien notre étude, notre méthodologie s'appuiera sur une approche déductive, Elle réunira les processus historiques, l'analyse théorique et l'étude théorique de la politique monétaire. Les statistiques utilisées proviennent essentiellement de la Banque d'Algérie, de l'ONS.

Pour répondre à cette problématique, nous avons répartis notre travail en trois chapitres, d'où le premier chapitre sera consacré à la présentation des fondements théoriques de la politique monétaire : La définition de la politique monétaire selon les approches de la théorie économique, les objectifs et les instruments de la politique monétaire.

Dans le deuxième chapitre, nous allons évoquer l'évolution de la politique monétaire selon les ancrages : l'ancrage de taux change, la politique d'objectif monétaire, et le ciblage d'inflation.

Finalement le troisième chapitre portera sur la conduite de la politique monétaire en Algérie de 1990 à ce jour : durant la période 1990-1999, et la période 2000 à nos jours.



**Chapitre 01 : la
Politique monétaire**

Introduction

La politique monétaire a connu une évolution dans ces dernières années. Elle a donné lieu à un grand nombre de remises en causes quant à son rôle, son efficacité, ses moyens d'action et sa définition même. Ces remises en cause sont à la fois d'ordre théorique et empirique.

D'un point de vue théorique, la politique monétaire a subi les conséquences d'un renouvellement de la pensée économique depuis le milieu des années soixante-dix, avec le développement des théories de la nouvelle école classique, le but de la politique monétaire est de maintenir l'inflation à un niveau stable et modéré sur le long terme. D'un point de vue empirique, Ces remises en cause sont liées à l'évolution du contexte économique et financier international. Le développement des marchés de capitaux, la déréglementation et la diversification du rôle des institutions financières ont entraîné une convergence des modalités de mise en œuvre de la politique monétaire dans les grands pays industrialisés.

Ce premier chapitre sera traité en trois sections. La première section sera consacrée à la définition de la politique monétaire selon les différentes approches de la pensée économique. La deuxième, les objectifs de la politique monétaire, ensuite ces instruments.

Section 01 : la politique monétaire selon les approches de la théorie économique

Trois grandes analyses économiques offrent trois politiques différentes; la théorie quantitative de la monnaie, la théorie keynésienne et les monétarismes:

I.1.1. La théorie quantitative de la monnaie

Celle-ci est d'abord apparue au XVII^e siècle lorsque l'afflux des métaux précieux d'Amérique latine provoqua en Europe de très fortes augmentations des prix. La hausse des prix fut alors expliquée par l'augmentation du stock de monnaie en circulation.

Il appartient à l'économiste Irving Fisher d'avoir mis en forme cette idée, au début du XX^e siècle, avec une équation : $M \times V = P \times Y$ ¹

M : la masse monétaire en circulation.

V : la vitesse de circulation de la monnaie.

P : le niveau général des prix.

Y : le revenu.

Et celle de Marshall, Cette conception de stabilité par rapport au revenu a été formalisée par l'école de Cambridge (Marshall) et repose sur l'équation des encaisses: $M = K.P.Y$

M : Demande de monnaie.

P : Niveau général des prix.

Y : Revenu national

K : Paramètre de comportement qui exprime la part d'Y conservée sous forme de monnaie.

Selon la théorie quantitative de la monnaie, lorsque le revenu et la vitesse de circulation de la monnaie ne se modifient pas, une variation de la quantité de monnaie entraîne une variation des prix.

En conséquence, la quantité de monnaie doit s'adapter aux échanges de biens dans une économie afin d'éviter l'inflation.

La masse monétaire ne doit donc pas augmenter plus vite que l'activité économique (taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) par exemple).

Lorsque la masse monétaire en circulation influence sur le revenu (M fonctionne Y), donc la politique monétaire est efficace. S'il n'est pas une relation entre M et Y, la politique monétaire est inefficace. Donc la politique monétaire se limite à l'inflation.

I.1.2.Keynes et la politique monétaire

Keynes conteste d'abord les hypothèses de la théorie quantitative en remarquant qu'une augmentation de la masse monétaire ne conduit pas nécessairement à la hausse des prix. Si les capacités de production ne sont pas toutes employées, c'est à dire si les machines peuvent produire rapidement davantage de biens sans augmentation excessive des coûts, ou bien si les

¹ Pour comprendre la notion de vitesse de circulation, on peut imaginer une situation où les prix (P) et la quantité de monnaie (M) sont constants ; si la vitesse de circulation de la monnaie est multipliée par deux, les billets circulent deux fois plus vite et permettent d'acheter deux fois plus de biens.

entreprises disposent de stocks importants, un accroissement de la quantité de monnaie permet immédiatement des achats supplémentaires puisque les entreprises arrivent à satisfaire cette nouvelle demande. Ainsi, dans certaines circonstances, l'augmentation de la masse monétaire induit un accroissement de l'activité économique et non une hausse des prix. Une politique monétaire active, destinée à lutter contre le chômage, est donc possible.

Pour Keynes, une politique monétaire agit cependant différemment car elle provoque plutôt une variation des taux d'intérêt. Ainsi, une augmentation de l'offre de monnaie sur le marché monétaire, qui conduit la banque centrale à acheter des titres fournis par les banques contre de la monnaie nouvelle (création monétaire), entraîne une baisse des taux d'intérêt ; celle-ci à son tour favorise les entreprises puisque le coût des emprunts destinés à financer les investissements diminue. À l'inverse, une politique monétaire destinée à ralentir l'activité économique passe par une diminution de l'offre de monnaie (vente de titres) et une hausse des taux.

Pour les keynésiens la politique monétaire est inefficace pour deux raisons :

La trappe à liquidité : qui surgit à la baisse au-dessous d'un certain niveau du taux d'intérêt et empêche toute action de celui-ci d'être efficace.

La faiblesse de l'élasticité de l'investissement par rapport au taux d'intérêt; beaucoup plus importantes sont les prévisions des entrepreneurs quant au rendement futur de l'investissement. Donc la politique monétaire a peu d'efficacité sur l'inflation.

I.1.3 Le monétarisme

L'analyse monétariste, Milton Friedman², reprend la théorie quantitative de la monnaie puisqu'elle considère que l'inflation est partout et toujours un phénomène monétaire. Critiquant les interventions de l'État en matière monétaire, les monétaristes proposent d'adopter des normes d'augmentation annuelle de la masse monétaire afin que celle-ci ne progresse pas plus rapidement que le taux de croissance de l'économie. L'idée centrale des thèses monétaristes est que la politique monétaire n'a, à long terme, aucun effet réel sur l'activité économique. Elle ne peut influencer, avec l'inflation, que les grandeurs nominales de l'économie.

Friedman a essayé de formaliser sa conception des mécanismes monétaires (relation entre la monnaie et l'activité économique) il a essayé de perfectionner ses analyses et a tenté

² MILTON.F, « la monnaie et ses pièges », dunod, paris 1993, P27.

dans les années 70 une sorte de synthèse : englober la théorie quantitative traditionnelle et l'analyse keynésienne. Donc la politique monétaire doit influencer l'inflation.

A la différence des autres théories, celle de M.FRIEDMAN s'articule autour de la notion de revenu permanent en stipulant que « les agents économiques ajustent leurs encaisses non à leur revenu actuel (revenu courant) mais à leur revenu permanent en agissant sur leur niveau de consommation ».

Sans se limiter à la présentation de la demande de monnaie, les monétaristes s'intéressent également à sa neutralité. Certaines d'entre eux considèrent que la monnaie est active à court terme mais neutre à long terme, d'autres en revanche la considèrent comme étant neutre aussi bien à court terme qu'à long terme.

Par contre, à long terme, les salariés découvrent l'inflation, ce qui les incite à manifester des revendications qui se traduisent par une augmentation des salaires. Cela engendre une augmentation des coûts de production et donc une baisse des investissements. Cette baisse entraîne à son tour une augmentation du chômage. La monnaie est neutre à long terme parce que l'effet stimulant des prix sur la production est annulé par l'augmentation des coûts de production.

Malgré les divergences relatives au court terme, à long terme, trop de monnaie engendre une inflation.

Section 02 : Les objectifs de la politique monétaire

Les objectifs de la politique monétaire sont ceux de toute politique économique qui sont : la croissance (avec un niveau satisfaisant de moyens de paiement en circulation dans l'économie) et la stabilité interne de la monnaie (afin d'éviter l'inflation)³.

Mais la politique monétaire ne peut pas agir directement sur ces objectifs. En revanche, elle peut agir efficacement sur certaines variables de l'économie qui elles-mêmes influencent sur les objectifs de croissance et de stabilité des prix.

Dans le but de réaliser leurs objectifs finaux, les autorités monétaires sont amenées à agir sur un certain nombre de variables, soit par ce qu'elles ont le pouvoir de les fixer, soit en intervenant sur le marché monétaire. Ainsi donc la réalisation d'un objectif final passe par une

³ Sylvie Diatkin, monnaie et politique monétaire, p.62.

action qui s'appuie sur des objectifs opérationnels qui, à leurs tours, permettent d'atteindre les objectifs intermédiaires.

I.2.1. Les objectifs finals :

La politique monétaire était un sous ensemble de la politique économique. Ses objectifs finals sont donc, ceux de la politique économique générale. En principe pour but de réaliser le fameux carré magique⁴

➤ La stabilité des prix

Cet objectif est mesuré par le taux d'inflation et un taux faible est préférable pour la prospérité d'une économie et permet ainsi d'assurer une certaine stabilité des prix.

➤ La croissance économique

Elle représente un objectif primordial pour tout politique économique dont le but est de rechercher un meilleur niveau de production et à atteindre une croissance stable et durable. Il faut mesurée à travers le taux de croissance économique mesuré quant à lui par le pourcentage de la variation du produit intérieur brut(PIB). Cette croissance est nécessaire à l'emploi et au développement économique et social.

➤ le niveau de plein- emploi

Le plein emploi est mesuré par le taux de chômage : à chaque fois que ce taux est réduit cela tend vers la réalisation du plein emploi. Lorsque les facteurs de productions dans une économie sont utilisés d'une manière efficace, dans ce cas on pourra parler du plein emploi. Néanmoins cet objectif n'est pas facile à atteindre.

➤ L'équilibre extérieur

Il a pour objectif d'atteindre l'équilibre de la balance des paiements ainsi que l'équilibre de la monnaie sur le marché des changes. Dans le cas où la balance des paiements est en déséquilibre cela pourra entraîner un épuisement des ressources en réserves de devises étrangères, et lorsque il a une diminution des exportations qui implique une diminution de la production.

⁴ Bassoni, M, « monnaie, théorie et pratique », 2^{eme} édition, sirey, paris, 1997, p150.

La réalisation simultanée de ces objectifs constitue ce qu'on appelle carré magique, plus le 5^{ème} objectif qui est la stabilité de système financier (SF) depuis la fréquence et l'ampleur des crises financières et part des intermédiaires financiers (IF) dans leur réalisation.

Les banques centrales exercent leurs missions financières en relation et en collaboration avec d'autres organismes de contrôle et de surveillance. Dans ces conditions, elles n'ont pas dans ce domaine l'autonomie qui est la leur pour la politique monétaire. S'agissant de la transparence, il est difficile de définir des critères de performance quantitatifs pertinents pour ces missions et les objectifs correspondants ; aussi ne sont-ils pas associés habituellement à des objectifs formels. S'agissant enfin de l'obligation de rendre compte, que le critère de performance se limite au respect de procédures appropriées. Différents arguments peuvent être avancés à l'appui de la thèse selon laquelle l'autonomie de la Banque centrale favorise la stabilité financière.

Tout comme la politique monétaire, la politique financière serait confrontée à un problème d'incohérence temporelle. Face à l'instabilité financière l'autorité responsable peut se montrer « inflexible » ou « laxiste ». Si elle peut convaincre les marchés de son « inflexibilité », dans l'éventualité de tensions financières, elle est incitée à se montrer « laxiste » : les coûts supportés à court terme seront moins élevés.

I.2.2. Les objectifs intermédiaires

Les autorités monétaires vont définir des objectifs intermédiaires parce qu'il est impossible d'agir directement sur le niveau des objectifs finaux. Les objectifs intermédiaires sont une sorte d'interface entre objectifs finaux et instruments. La banque centrale peut les contrôler, du moins indirectement.

Ces objectifs peuvent être considérés comme des indicateurs dont les variations seraient un bon reflet de celle de l'objectif final de la stabilité des prix, qui doivent répondre à trois exigences :

- être mesurables et rapidement connus par les autorités monétaires ;
- être reliés avec la ou les autres variables réelles, retenues comme objectif final ;
- être contrôlés directement ou indirectement par les autorités monétaires ou par les instruments dont celle-ci dispose.

En pratique, les objectifs intermédiaires sont de trois sortes:

- Les agrégats monétaires.
- Les taux d'intérêt.
- Les taux de change.

I.2.2.1.le choix des objectifs intermédiaires

Le choix de l'objectif intermédiaire dépend essentiellement de deux séries de facture :

- le contexte institutionnel

Lorsque l'intermédiation bancaire est le principal circuit de financement de l'économie, un agrégat mesurant le crédit bancaire qui est le taux d'intérêt peut apparaître comme le meilleur objectif intermédiaire. Lorsqu'un pays opte pour un régime de change fixe le taux de change peut être retenu comme un objectif intermédiaire.

- le cadre théorique de référence

Lorsque la doctrine monétariste s'est imposée, à partir de la fin des années soixante-dix, la plupart des pays industrialisés ont retenu la masse monétaire comme objectif intermédiaire. Toutefois, le nouveau contexte de globalisation financière a imposé de nouveaux défis aux autorités monétaires en l'occurrence l'adaptation aux innovations financières et technologiques, ce qui les oblige à redéfinir leurs objectifs intermédiaires qui sont la croissance monétaire, le taux d'intérêt et le taux de change.

I.2.2.2.Les types d'objectifs intermédiaires

On distingue trois types d'objectifs intermédiaires, qui sont : assurer un « bon »niveau de croissance monétaire, faire apparaître un « bon »niveau de taux d'intérêt, maintenir un « bon »niveau de taux de change. Il existe trois objectifs intermédiaires :

- Les objectifs de taux d'intérêt

Les thèses keynésiennes ont attribué, de 1945 jusqu'au début des années soixante-dix, un rôle essentiel aux taux d'intérêt tant pour assurer la croissance que pour ajuster l'épargne à l'investissement. Dans une telle situation, la Banque centrale trouve le taux d'intérêt le plus

significatif pour pouvoir le contrôler facilement au moyen de ses interventions sur le marché monétaire.

A partir du début des années soixante-dix, les taux d'intérêt ont été progressivement abandonnés comme objectif fondamental de la politique monétaire interne en raison de l'accélération de l'inflation. Les autorités monétaires auraient été conduites à relever les taux d'intérêt à des niveaux difficilement tolérables pour les entreprises et pour l'activité économique. En outre, bien loin de décourager la demande de crédit, des taux d'intérêt élevés auraient tendance à prolonger les anticipations relatives à l'accélération des prix. Enfin, une politique de taux élevés crée des distorsions dans l'économie au profit des agents pouvant répercuter les hausses de leurs coûts plus facilement que les autres.

Les taux d'intérêt ont conservé néanmoins une valeur très grande dans l'exécution de la politique monétaire :

- comme « indicateur » général des orientations de la politique monétaire et comme témoin des tensions du marché ;
- comme instrument de défense du taux de change, compte tenu de la volatilité des mouvements internationaux de capitaux et de l'importance des déficits des paiements ;
- comme instrument de régulation des marchés de capitaux et d'orientation de la composition du patrimoine des agents non financiers (développement de l'épargne longue).

➤ Les objectifs quantitatifs de croissance des agrégats monétaires

L'objectif final étant la réduction de l'inflation et d'assurer la stabilité des prix. L'objectif intermédiaire ayant une relation causale avec un tel objectif est le contrôle de la croissance de la masse monétaire. Pour les monétaristes, il est nécessaire d'abandonner les mesures discrétionnaires au profit des règles. Pour maîtriser l'inflation, les autorités monétaires doivent maîtriser la croissance de la masse monétaire, puisque pour les monétaristes l'inflation est d'origine monétaire.

➤ l'objectif de taux change

L'objectifs de taux change a pris depuis quelques années une place très importante. Les autorités monétaires peuvent utiliser les instruments monétaires pour atteindre un certain

niveau du taux de change de la monnaie nationale sur le marché des changes⁵. Un pays peut rechercher une dépréciation de sa monnaie pour relancer ses exportations ou, au contraire, une appréciation de sa monnaie (s'il veut bénéficier d'une désinflation importée avec la baisse des prix de ses importations). Cette politique de maîtrise du taux de change peut d'ailleurs s'inscrire parfois dans un contexte de changes fixes ou d'accords de change (cas du SME).

I.2.3. Les objectifs opérationnels

Ce sont des variables « indicatrices » de l'état de la politique monétaire. Deux séries de raisons amènent les autorités monétaires à utiliser ces objectifs :

- les variables retenues comme objectifs intermédiaires ne donnent pas une mesure assez précise et rapide du caractère plus au moins restrictif de la politique monétaire. Ainsi les agrégats monétaires sont de plus en plus difficiles à mesurer. En effet, malgré le choix de l'agrégat de type M3 plutôt que des agrégats M1 et M2 de type étroit, on ne peut étendre indéfiniment leur contour car tout n'est pas monétaire. Les bordures des agrégats larges sont donc composées de placements dont la nature monétaire n'est pas avérée en toutes circonstances.

- Les autorités monétaires peuvent avoir besoin d'envoyer des signaux rapides, clairs et précis et surtout munis d'un caractère prédictif. Ce qui compte ce n'est pas le niveau d'inflation du jour tel que l'indice des prix nous le fait connaître, c'est déjà du passé. Ce qu'il faut connaître, c'est le niveau d'inflation dans un ou dans six mois.

Les taux d'intérêt à court terme, le niveau des stocks, la productivité du travail, l'écart de production entre PIB effectif et PIB potentiel sont autant d'objectifs opérationnels qui permettent de déterminer le caractère plus ou moins restrictif de la politique monétaire.

L'intervention de la banque centrale sur le marché monétaire vise à réguler la liquidité bancaire pour que le taux d'intérêt sur ce marché se situe à un niveau qu'elle juge optimal selon sa propre vision de l'équilibre monétaire.

C'est pourquoi la banque centrale se fixe un objectif de taux interbancaire qu'elle essaie de réaliser soit en injectant de la liquidité, soit en la retirant par l'utilisation des instruments prévus dans les statuts.

⁵ PATATA J.K, « monnaie, institutions financière et politique monétaire », 5^{eme} édition, paris, 1993.

Au-delà de l'objectif de régulation monétaire, la banque centrale émet des signaux que les opérateurs décodent pour forger leurs anticipations d'inflation. La réaction de la banque centrale est une donnée clé pour l'orientation de la conjoncture soit dans le sens de la souplesse et donc de l'expansion, soit dans le sens de la restriction.

Section 03 : les instruments de la politique monétaire

Pour mettre en œuvre la politique monétaire, plusieurs instruments sont à la disposition des autorités monétaires pour la réalisation des objectifs tracés. Les spécialistes les classent en deux catégories d'instruments : les instruments d'intervention directs et les instruments d'intervention indirects.

I.3.1. Les instruments d'intervention directe

Elle consiste dans l'intervention des autorités par voie réglementaire dans la distribution des crédits et l'évolution du processus de la création de la monnaie. Cette intervention revêt plusieurs formes, en conjuguant les deux effets de qualité et de prix en matière de crédits alloué à l'économie.

I.3.1.1. La sélectivité du crédit

Est le fait d'encourager l'octroi des crédits en mettant en place un nombre de garanties et de privilèges orientés vers des secteurs bien déterminés. Les formes et les procédures de sélectivité sont multiples. On distingue les taux bonifiés, les montages financiers, les fonds de garantie, etc.

I.3.1.2. L'encadrement de crédit

L'encadrement du crédit est une technique de politique monétaire consistant à contrôler la progression du crédit distribué par les banques. Cette limitation, décidée par voie réglementaire est considérée comme très efficace car elle s'attaque à la source même de la création monétaire: la distribution du crédit⁶.

I.3.1.3. Les taux directeurs

C'est une mesure, où la banque centrale joue sur les taux directeurs. Les variations de ces taux modifient le comportement des banques. La plus part des banques centrales choisissent le taux de l'usure à court termes comme instrument, c'est le seul taux qu'elle peut

⁶ JAFFEE. P, « monnaie et politique monétaire », 4^{ème} édition, paris, 1996.

effectivement contrôler de manière précise. En contrôlant les taux de l'usure à court terme, la banque centrale a une influence sur l'offre de liquidité. En revanche, au fur et à mesure que la maturité augmente, les taux incorporent les anticipations du marché et échappent ainsi au contrôle de la banque centrale.

I.3.2. Les instruments d'intervention indirecte

En plus des instruments directs, la banque centrale dispose d'autres instruments qui sont : l'intervention à taux fixe, l'intervention à taux variable, et le système de réserves obligatoire :

I.3.2.1. L'intervention à taux fixe

La politique du réescompte offre la possibilité aux banques de revendre à la banque centrale les effets tirés sur les entreprises et autres agents, et constitue ainsi une source importante de financement.

La manipulation du taux d'escompte par la banque centrale secrète plusieurs effets :

-La variation du taux d'escompte a pour effet d'influencer les taux d'intérêt à la hausse ou à la baisse, suivant que le taux de réescompte s'élève ou baisse, et exerce en conséquence un effet de freinage ou de relance de l'activité économique⁷ ;

-la hausse des taux d'escompte a pour effet de freiner les impulsions inflationnistes dans la mesure où cette hausse est synonyme de restriction de l'offre de monnaie.

I.3.2.2. L'intervention à taux variable

Dans ce type d'intervention, l'open market est l'instrument le plus utilisé pour atteindre les objectifs intermédiaire de base monétaire et de taux d'intérêt, la procédure de l'open market consiste à financer en liquidité des banques commerciales, en contre partie des titres publics (à court ou à long terme). En agissant le taux de ces titres d'une part, et en se portant acheteur ou vendeur de titre, d'autre part, la banque centrale agit sur le comportement des trésoriers bancaiers pour se procurer des liquidités ou à en offrir.

La manipulation du taux de refinancements par l'open market exerce également des effets sur les taux interbancaires. Le réescompte est une procédure de refinancement qui consiste pour

⁷ Les effets de la variation de taux d'escompte ne sont, cependant, efficaces que lorsque le principal du refinancement des banques se fait par le voie de l'escompte.

les banques à emprunter directement des liquidités auprès de l'institut d'émission par le biais de titres privés représentatifs de crédits à l'économie qu'elles ont en portefeuille. Les effets admis au réescompte ne peuvent être que des effets de bonne qualité et à courte durée. La manipulation du taux officiel de réescompte devient un instrument efficace de la politique monétaire. En rendant plus chères les crédits à l'économie par une hausse du taux de refinancements, et par conséquent, la hausse du taux du marché interbancaire. L'institut d'émission agit à terme sur l'évolution de la masse monétaire. « Toute intervention sur l'offre ou la demande de titres entraîne immédiatement la fluctuation du taux du marché interbancaire. En modifiant la rentabilité globale du portefeuille des banques, la banque centrale les oblige à reconsidérer leur politique de crédit »⁸.

I.3.2.3. Les réserves obligatoires

Afin d'agir sur la capacité de création de monnaie par les banques commerciales, la banque centrale peut jouer sur le niveau de réserves obligatoires. Les réserves sont imposées aux banques auprès de l'institut d'émission en proportion du montant de leurs dépôts. Plus ce niveau est élevé, moins les banques ont la possibilité de créer de la monnaie. Ces réserves ne sont pas rémunérées et coûtent aux banques puisqu'elles doivent être alimentées par des liquidités acquises sur le marché monétaire. Ceci rend donc certaines opérations très peu rentables et les banques sont ainsi conduites à limiter leurs crédits puisque servant de base de calcul aux réserves obligatoires. En jouant sur la liquidité bancaire, les réserves obligatoires agissent sur la distribution de crédit par les banques et donc sur la création monétaire. Cet instrument n'est cependant efficace que s'il est associé à une action sur le coût de refinancements. En effet, un relèvement du taux de réserve obligatoire modifie d'autant plus le comportement des banques qu'il s'appuie sur une hausse du taux de réescompte ou le taux de marché monétaire.

Conclusion :

En conclusion de ce chapitre, la politique monétaire quel que soit son type, classique, keynésienne ou monétariste doit cibler deux objectifs : celui d'un niveau de taux d'intérêt efficace, qui encourage à la fois l'épargne et l'offre de crédit, comme le suggèrent les keynésiens, et celui d'un accroissement de la masse monétaire qui limite l'inflation et encourage la croissance, comme la suggèrent les monétaristes. Le choix porté sur une

⁸ Michel de Mourgues, « Macroéconomie monétaire », ED economica, Paris 2000.

politique déterministe des taux d'intérêts suppose, par conséquent, une tendance qui tire beaucoup plus sur l'encadrement de crédit, étant donné que ces taux ne constituent plus un élément d'allocation efficient des ressources.

Dans le cas contraire, la détermination par les marchés des taux d'intérêt (c'est-à-dire constituant un objectif qu'en instrument), la tendance vers l'encadrement du crédit n'a pas alors sa raison d'être, puisque c'est le marché qu'opère l'efficience de l'allocation des ressources. Mais, la conduite d'une politique monétaire, la plus saine et la plus efficace qui soit, qui parvienne à la réalisation de certains de ces objectifs n'est pas toujours synonyme d'un nouvel état d'investissement.

A decorative graphic of a scroll with a black outline and a light gray shadow. The scroll is partially unrolled, with the top and bottom edges curving upwards. The text is centered within the scroll.

**Chapitre 02 : évolution des
politiques monétaire selon les
objectifs intermédiaires définis**

Introduction

Une inflation élevée et volatile fausse le processus de décision économique et entrave la croissance économique. Son origine est attribuée à l'excès de liquidité, c'est-à-dire qu'il y a trop de monnaie pour trop peu de biens. Si la monnaie en circulation augmente, les agents augmentent leurs demandes des biens et des services. Si cette demande ne s'accompagne pas d'une augmentation de production, les prix augmentent. Ainsi, pour remédier à ce problème, des travaux de recherche ont été menés pour déterminer les variables sur lesquelles il faut agir. L'objectif intermédiaire défini doit donc avoir une relation forte avec l'objectif final de stabilité des prix.

Le premier objectif défini ou fixé fut celui du taux de change dans un contexte de régime de change fixe et en se basant sur la théorie de la Parité des Pouvoirs d'Achat. De fait, plusieurs pays tentent d'importer un niveau d'inflation bas par ce moyen. Depuis l'évolution du système monétaire international vers les régimes flottants. Les pays cherchent donc à ancrer des variables internes, en l'occurrence la masse monétaire. Cet ancrage monétaire est basé sur la relation à long terme entre la croissance de la masse monétaire et celle des prix. Toutefois, en raison des innovations financières, la vitesse de circulation de la monnaie n'est plus stable impliquant une rupture de la relation de causalité entre l'inflation et l'objectif monétaire. L'orientation vers la détermination d'une règle des taux d'intérêt dans la politique de ciblage d'inflation constitue le troisième moyen de lutte contre l'inflation.

Ce deuxième chapitre sera traité en trois sections. La première section sera consacrée à l'ancrage de taux de change. La deuxième section l'ancrage des agrégats monétaire. La troisième section l'ancrage d'inflation.

Section 01 : ciblage de taux de change

Les banques centrales peuvent utiliser l'ancrage nominal du taux de change pour assurer la stabilité des prix. La PPA constitue le fondement théorique de la relation entre les deux variables. Toutefois, aux avantages de cette politique s'ajoutent des inconvénients que doivent supporter les pays d'ancrage et des limites qui ne donnent pas le résultat optimal en termes de stabilisation des prix.

Avant d'exposer la théorie fondamentale ainsi que les avantages et les inconvénients de cette politique, il y'a lieu de commencer par l'histoire relative à son adoption.

II.1.1. histoire de la politique d'ancrage du taux de change

Le ciblage de taux de change peut prendre des formes différentes : fixation d'une parité-or comme dans le régime de l'étalon-or ; rattachement unilatérale, à un taux de change donnée, de la monnaie nationale à celle d'un pays (le pays ancre) où l'inflation est faibles (Etats unis ou Allemagne), accorde bilatéral entre un pays en voie de développement et un pays industrialisé dont la monnaie sert de point d'ancrage, à l'instar des accords conclus entre la France et la zone franc ; participant à un mécanisme de change (comme le SME) dominé par un pays vertueux ; adoption d'un système de parité glissantes, ou de crochet mobile, où la monnaie nationale est rattachée (à une parité donnée) à celle d'une autre économie et ajustée ensuite en fonction du différentiel d'inflation.

Jusqu'à 1914, le système monétaire international fonctionnait avec l'étalon or qui est un système de change fixe dans lequel la valeur de chaque monnaie est définie par un poids d'or. La période 1914-1945 est marquée par une stabilité monétaire⁹.

La guerre 1914-1918 et les tensions qui en résultent provoquent la rupture avec le système de l'étalon or. Par conséquent, les Etats vainqueurs à la guerre décident des cours forcés et de l'inconvertibilité en or des monnaies. Il n'y a plus de limites aux variations des taux de change. Le cours de la livre passe de 26 francs en 1919 à 122 francs en 1927 ;

En 1922, s'est tenu la conférence de Gènes en Italie, où il a été décidé d'abandonner le régime de l'étalon or. Dans ce système les Etats démunis d'or peuvent convertir leur monnaie en monnaie convertible en or (monnaie de réserve).

En juillet 1944, s'est tenue une conférence monétaire internationale regroupant 44 pays sous l'égide des nations unis à Washington. Cette conférence à l'organisation du premier véritable système monétaire international où on a instauré un régime de change quasi fixe, dans lequel le dollar joue le rôle de devise clé, vue l'importance des Etats-Unis.

Le système de Bretton Woods stipule que tous les pays doivent fixer la valeur de leur monnaie par rapport à l'or, et que seul le dollar est convertible en or à 35\$ l'once d'or, de plus la

⁹PLIHON Dominique : la monnaie et ses mécanismes, REPERES, la découverte, paris, 2001.

marge de fluctuation de chaque devise par rapport au dollar est limitée à plus ou moins 1% de part et d'autre de la parité fixée.

Depuis les années 1960, la balance des paiements américaine a accusé des déficits importants suite aux paiements internationaux. Cette situation a provoqué la perte de confiance dans le dollar.

Depuis 1971, le flottement des monnaies : le 15 août 1971 le président américain NIXON a décidé de cesser les transactions officielles sur l'or. En 1973 à Washington l'accord smithsonien a entraîné la dévaluation du dollar (de 53 à 38 dollar l'once d'or)¹⁰, il a entraîné de nouvelles marges de fluctuations du dollar qui passaient de plus ou moins 1% à plus ou moins 2,25% et l'inconvertibilité du dollar en or.

Enfin, en 1976 ont été signés les accords qui décident l'adoption d'un régime de change flottant et la démonétisation de l'or.

Ce flottement des monnaies a causé l'abandon progressif de cette politique et la recherche d'un autre moyen pour lutter contre l'inflation.

Cependant, l'ancrage du taux de change continue à être utilisé par d'autres pays tel qu'anciens colonies et ceux en voie de développement, on cite le cas d'Algérie.

II.1.2. Les déterminants du taux de change

Le taux de change affecte l'inflation soit indirectement, du fait que le taux de change réel affecte le prix relatif entre les biens domestiques et les biens étrangers et par conséquent affecte la demande domestique, soit directement, dans la mesure où le taux de change exerce une influence sur les prix des biens importés inclus dans une composante de l'indice des prix à la consommation (IPC), et par conséquent sur l'ensemble des biens domestiques.

On distingue trois déterminants du taux de change : la parité de pouvoir d'achat, la parité des taux d'intérêt, et l'ajustement par la balance des paiements.

II.1.2.1. la parité de pouvoir d'achat (PPA)

Après l'interruption des mécanismes de l'étalon-or et le flottement des monnaies, Gustave Cassel (1916)¹¹ est considéré comme le premier à avoir formalisé le concept de la PPA et a lui

¹⁰ YAICLF. « précis de finance internationale », édition ENAG, Alger, 2008, p 24.

¹¹ Même si sa mise en évidence et son articulation sont discutées bien avant par les auteurs classiques tels que Ricardo (1810)

avoir donné un nom. Il a défini une nouvelle méthode pour définir le taux de change en vue de rétablir les relations du commerce international. Son argument fut que l'application de cette théorie pouvait faire éviter les grands écarts des cours des différentes monnaies, et participerait à leurs ajustements à la suite d'une situation inflationniste éventuelle. Elle expose « *qu'il y a PPA entre deux monnaies quand une unité de monnaie nationale a le même pouvoir d'achat à l'étranger et dans le pays d'origine* »¹² Selon Cette théorie le taux de change égalise le prix des biens à l'étranger et au sien de la nation.¹³ Cependant, cette théorie est fondée sur des hypothèses particulières : comme l'absence de contrôles administratifs, de coût de transactions, l'absence des droits de douanes et l'absence des coûts de transports. Dans sa version absolue, la PPA stipule que le taux de change se déduira d'un simple rapport entre deux indices de prix. Tandis que la version relative prédit que les variations du taux de change compense les différentiels d'inflation. En d'autres termes, la PPA implique que les variations des prix domestiques soit égale à l'écart entre les variations des prix domestiques et étrangers.

En raison de sa simplicité, la PPA est la théorie la plus connue. Elle est supposée vérifier la loi du prix unique, selon laquelle chaque bien ou service ne doit pas avoir qu'un seul prix, quelque soit la monnaie utilisée pour l'exprimer. Or, cette loi est loin d'être appliquée à la réalité dans la mesure où le marché n'est pas parfaitement intégré, en raison de l'existence des coûts de transport et de transaction, et parce que certains biens ou services ne sont pas échangeables internationalement, mais aussi parce que les différents marchés nationaux ne sont pas parfaitement substituables.

A court terme, on ne peut pas bien expliquer les mouvements de taux de change par les différentiels d'inflation entre pays, à cause des facteurs cités précédemment. Certaines études empiriques ont analysé les relations de long terme entre les prix relatifs et les taux de change des principales monnaies. Ces travaux ont montré qu'il existe une relation de cointégration entre ces variables¹⁴, l'évolution des prix dans deux pays considérés explique le taux de change entre les deux monnaies restrictives.

En d'autre terme, l'évolution des taux de change nominaux compenserait les écarts de prix entre pays. Ces résultats sont parfois interprétés comme une vérification de la PPA, mais pour que celle-ci soit vérifiée, il faudrait que le taux de change réel soit stable au fil du temps. Or le taux de

¹² Parent ANTOINE, « l'espace monétaire et ses enjeux : taux de change, courbe des taux, politique monétaire », Editions, Nathan 1995-9, rue Méchain, 75014 Paris, p 97.

¹³ Artus PATRICK, « économie des taux de change », Ed, economica, 1997, p 12.

¹⁴ Plihon.D, op cit, 2001, p 49.

change réel résulte de phénomènes réels tels que les écarts de rythme de productivité entre pays et les niveaux de développement économique.

A cet effet, les variations des taux de change réel à long terme ne coïncident pas avec la théorie de la PPA.

D'après cette théorie, si on veut défendre le taux de change nominal, il faut ajuster les prix (donc agir sur les taux d'inflation), et si on ne peut pas agir sur les prix, il faut modifier le taux nominal (par une politique de change qui, en change fixe signifié une décision de dévaluation ou réévaluation).

II.1.2.2. La parité des taux d'intérêt

Les fluctuations des taux de change peuvent être expliquées, entre autres, par les modifications comparatives des taux d'intérêt à court terme, dans un contexte de libre circulation des capitaux.

En effet les monnaies des pays offrant la rémunération la plus avantageuse (taux d'intérêt plus intéressant) attirent les capitaux étrangers. Par conséquent, cet afflux de capitaux engendre une hausse de la demande de ces monnaies et donc une appréciation de leur taux de change.

Donc les fluctuations de change de deux monnaies refléteront les modifications de l'écart des taux d'intérêt à court terme qui les séparent. Lorsque la mobilité des capitaux reste très grande, les mouvements de capitaux dominant la détermination des taux de change. Ces mouvements de capitaux sont conditionnés par les taux d'intérêt à court terme dans les différents pays.

On suppose par exemple que le taux d'intérêt national soit de 3%, alors que le taux d'intérêt étranger est de 4%. Les résidents vont placer leur épargne à l'étranger, où elle sera mieux rémunérée. Pour ce faire, ils emprunteront en monnaie nationale et un excès de demande de la monnaie étrangère.

Dans ces conditions, la monnaie nationale se déprécie. Dans un autre contexte, où l'investissement est à long terme, les taux d'intérêt à court terme ne sont plus intéressants, mais les taux à moyen et long terme sont néanmoins plus pertinents, A moyen et long terme, ce sont les écarts des taux d'intérêt réels qui sont importants. Ou, pour être précis, le risque de taux d'inflation différents, entraîneront de futures fluctuations des taux de change.

Dans ces conditions, toute fluctuation de change de deux monnaies reflétera les modifications de l'écart des taux d'intérêt à court et long terme.

II.1.2.3. l'ajustement par la balance des paiements

La balance des paiements retrace toutes les transactions qu'un pays effectuées avec le reste du monde. Elle enregistre toutes les raisons pour lesquelles l'offre et la demande de devises sont susceptible d'évoluer sur le marché des changes. La dynamique des taux de change dépend principalement de l'état du solde des échanges extérieurs¹⁵.

On constate, en effet, qu'en moyenne période les pays à monnaie faible sont ceux dont la balance courante a tendance à être déficitaire (un déficit accroît la demande de devise, ce qui réduit la valeur de la monnaie nationale). Symétriquement, les pays à monnaie forte sont ceux dont le solde extérieur est positif (un excédent accroît la valeur de la monnaie nationale sur le marché des changes).

II.1.3. Les avantages et inconvénients du ciblage de taux de change

Les avantages de la politique d'objectif de change sont les suivants:

-Elle permet de contrôler l'inflation en liant la hausse de prix des biens échangés internationalement dans l'économie nationale à celle qui est observée dans les pays ancre. Il en est ainsi parce que les prix de ces biens, exprimés en monnaie étrangère (généralement en dollars), sont fixés sur les marchés mondiaux.

-Dans le cas où cette politique adoptée un objectifs est crédible, alors elle conduit à ancrer les anticipations inflationnistes sur celles de pays ancre. Dans la première moitié des années 1990, de nombreux pays européens ont pu aussi ralentir leur inflation.

-L'objectif de change fournit une règle automatique pour la conduite de la politique monétaire, il permet d'éviter le problème de l'incohérence temporelle.

-D'une part, dans le cas où la monnaie domestique tend à se déprécier, les autorités monétaires mèneront une politique monétaire expansionniste alors que dans le cas inverse, ils mèneront une politique restrictive. D'autre part, le ciblage de taux de change contribue à accroître l'engagement des autorités monétaire à respecter la règle adoptée pour la conduite de la politique monétaire.

¹⁵ Dominique PLIHON .op. cit. p45.

-Ce régime a l'avantage d'être transparent et compréhensible par tous. Il est facile de rallier publique à l'objectif d'une « monnaie saine »¹⁶.

Malgré ses avantages, plusieurs critiques sont adressées au ciblage du taux de change :

-Il a pour inconvénient d'entraîner une perte d'indépendance monétaire. Avec une mobilité parfaite des capitaux, il n'est pas possible, en régime de change fixe, d'utiliser la politique monétaire pour répondre aux chocs spécifiques qui frappent l'économie nationale transmis (ce qui est illustré par le triangle de Mendell). En outre, avec ce régime monétaire, les chocs frappant le pays ancre sont directement transmis au pays qui lui amarre sa monnaie, car les variations de taux d'intérêt dans le premier conduisent à des variations identiques du taux d'intérêt dans le second. Le régime de ciblage de taux de change risque de transmettre des chocs que subit le pays d'ancrage au pays du ciblage. L'exemple à citer est celui de la hausse du taux d'intérêt en Allemagne en septembre 1992, au moment de la réunification. Cette hausse a été transmise aux pays qui fixaient leur monnaie par rapport au mark (la France, l'Angleterre, la Suède...).

- Le ciblage de taux de change a un deuxième inconvénient : les pays qui l'adoptent restent sous la menace d'attaques spéculatives sur leurs monnaies. En Europe, et lors de l'attaque spéculative de septembre 1992 ; les pays ayant refusé de dévaluer (tel que la France) en pensant que l'arrimage de leur monnaie (le franc) au Deutsche Mark constitue un engagement suffisamment ferme pour décourager la spéculation ont subi des pertes importantes de leurs réserves de change¹⁷.

Une autre limite du régime de ciblage de taux de change se manifeste dans le cas des pays émergents. La plupart de ces pays, qui ont adopté un régime de change fixe, ont subi des crises de change importantes au cours des années quatre-vingt-dix. En effet, ces crises de change qui ont eu lieu au Mexique en 1994, en Corée, en Thaïlande et en Indonésie en 1997, au Brésil en 1999, montrent que le ciblage de taux de change rend ces économies plus fragiles et plus vulnérables aux chocs économiques.

¹⁶Frederic Mishkin, « Monnaie, banque et marché financiers », Columbia University (Etats-unis), 8^e édition, p663

¹⁷ Les gouvernements des autres pays ne voulant pas défendre leur monnaie à tout prix, la laissent se déprécier.

II.1.4. Les différents pays adoptant cette politique

Le régime de ciblage du taux de change a été adopté par de nombreux pays durant les années quatre-vingt. Il a réussi dans un premier temps à contrôler l'inflation à titre d'exemple ;

- La France et l'Angleterre ont réussi à maîtriser l'inflation en fixant leurs monnaies nationales par rapport au Deutsch-Mark. La France a adopté ce régime en 1987 avec un taux d'inflation de 3%. À la fin de 1991, son taux d'inflation atteint un niveau de 2%. Similairement, l'Angleterre a adopté un régime de change fixe par rapport au Deutsch-Mark en 1990. Le suivi de ce régime conduit au passage du taux d'inflation de 10% à la fin des années quatre-vingt à 3% en 1992.

-Pendant plus de dix ans, la Tunisie a maintenu la stabilité des prix soutenue par la stratégie d'ouverture du gouvernement, notamment par une politique volontariste de libéralisation des prix, l'inflation a diminué de 10% au début des années 1990 à 2% en 2007.

Section 02 : le ciblage des agrégats monétaire

L'instabilité des taux de changes à partir des années 70 a fait que la plupart des pays industrialisés ont cherché à fonder la conduite de leur politique monétaire sur la base d'un objectif intermédiaire défini par une variable interne et qui servirait d'ancre nominale.

Le choix a donc été porté sur le ciblage d'un agrégat monétaire, en se basant sur la théorie de Friedman. Cette politique consiste à atteindre un taux de croissance cible d'un agrégat monétaire, généralement la masse monétaire au sens de M1, M2 et M3.

II.2.1. Le fondement théorique de l'objectif monétaire

Depuis le début des années 70 et avec l'apparition du phénomène de stagflation (phénomène de concomitance de la hausse générale des prix et la stagnation de la croissance économique), la politique monétaire a connu des mutations et modifications de par le monde, notamment dans les pays occidentaux où elle s'est vue orienter vers la lutte contre l'inflation comme objectif principal, voire ultime et unique. C'est ainsi qu'elle est devenue un instrument privilégié pour la stabilisation des prix.

En effet, dans la mise en œuvre de la politique monétaire, la banque centrale s'appuie principalement sur l'utilisation des instruments de régulation de la liquidité pour assurer la stabilité des prix et maîtriser ainsi l'inflation. Cette stratégie s'inscrit dans un cadre théorique purement monétariste selon lequel l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire.

La progression de la liquidité globale permet d'apprécier l'influence de la politique monétaire sur les prix. En effet, une offre excédentaire de monnaie par rapport à la demande de monnaie peut alimenter une forte demande de biens et services et provoquer ou entretenir l'inflation.

L'excès de liquidités peut être provoqué par une forte progression du crédit intérieur ou une expansion rapide des avoirs extérieurs nets. En particulier, l'octroi de volumes importants de crédits à l'économie, sans rapport avec le niveau de l'activité économique, peut entretenir une demande excessive par rapport à l'offre de biens et services, surtout si cette dernière est inélastique à court terme. Ce désajustement entre demande et offre sur le marché de biens et services génère et entretient des tensions inflationnistes.

La théorie économique aborde essentiellement l'impact de la politique monétaire sur l'inflation à travers le lien entre l'évolution de la masse monétaire et les prix. Pour les monétaristes, l'inflation est un phénomène strictement monétaire. Ainsi, Milton FRIEDMAN, dans les années 1950, montre que la quantité de monnaie en circulation dans une économie n'influe, dans le moyen et le long terme, que sur le niveau des prix sans affecter le niveau de l'activité.

Par la suite les travaux de Friedman (1968) et de Phelps (1968), ont montré que la relation décroissante entre inflation et chômage découlant de la relation de Phillips n'était au mieux qu'un phénomène transitoire. Le phénomène de stagflation (l'inflation élevée des années 1970 conjuguée à une baisse de l'activité) a ébranlé la thèse de l'existence d'une relation négative stable à long terme entre l'inflation et le chômage issue de la courbe de Phillips¹⁸.

II.2.2. Les différents pays adoptant cette politique

En 1975, l'Allemagne fut le premier pays ayant adopté la politique d'objectif monétaire. Elle est suivie par la Suisse, les États-Unis et le Canada (1976), la France, L'Australie et le Royaume-Uni (1977).

Les progrès réalisés en matière de stabilité des prix, au sein de l'Allemagne, étaient uniquement sur le court terme. La stabilité des prix n'a été observée qu'à court terme, Il explique la défaillance de l'ancrage monétaire par la nature de la réaction de la banque centrale envers la cible. En effet, l'Allemagne a une réponse asymétrique envers les chocs.

Cependant, dans le cas du choc ayant la même amplitude mais avec un signe contraire, la banque centrale n'a pas de réaction. Ce comportement traduit l'indifférence de la banque centrale allemande pour une baisse d'inflation en dessous de son objectif, ce qui implique qu'il n'y a aucune

¹⁸La prise en compte de l'inflation anticipée a permis à Milton Friedman de développer la thèse de la verticalité de la courbe de Phillips à long terme, impliquant, à cet horizon, l'absence d'effet des impulsions monétaires sur l'activité économique.

réaction face à la montée de chômage qui va se répercuter dans certains pays d'Europe comme la France.

-Dans le cas de la Suisse, la stabilité des prix n'était pas assurée sur le long terme par défaut de prévision des effets des chocs que la banque centrale exerce pour faire face à la surévaluation du franc suisse durant la période de 1985-1987. À cette période, pour limiter la surévaluation de sa monnaie domestique, la banque suisse génère certains chocs économiques qui vont conduire, selon ses prévisions, à une baisse de la demande qui conduira à son tour à la baisse de l'inflation, et par conséquent à la dévaluation du franc suisse. Les chocs induits par la banque centrale suisse consistent à permettre à la base monétaire de croître à un taux supérieur à la cible de 2% en 1987 puis d'augmenter la cible à 3% en 1988. Ce choc avait pour objectif d'engendrer une baisse de la demande de la base monétaire.

Cependant, avec la création d'un nouveau système de paiement interbancaire qui a lancé une large révision sur la liquidité dont les banques commerciales ont besoin, la demande de base monétaire a diminué mais avec une valeur supérieure à celle estimée par la banque suisse. Ainsi, l'inflation est remontée à des niveaux supérieurs à 5%.

-L'expérience de la Suisse montre la limite de l'ancrage monétaire qui s'explique par la difficulté de mobiliser les instruments de la politique monétaire en vue de gérer la cible de l'agrégat suite à des perturbations économiques.

Ce monétarisme fut en fait assez modéré au début et finalement assez peu efficace. Dans beaucoup de pays, il n'y a pas eu d'établissement d'une véritable règle de décision par les banques centrales engageant celles-ci à modifier l'orientation et leur politique monétaire dès qu'un écart à la cible apparaissait. De plus, ces règles de décision n'ont pas toujours donné lieu à un engagement public, leur respect ou non pouvant ainsi être sanctionné par un gain ou une perte de crédibilité (jusqu'en 1978, la banque de Japon ne révélait pas les fourchettes qu'elle adoptait et celles-ci ne portaient d'ailleurs que sur des prévisions et non des normes de croissance). Enfin, les valeurs retenues étaient trop élevées pour être véritablement contraignantes dans la lutte contre l'inflation. En définitive, la décennie 1970 se conclut par une accélération de l'inflation sans pour autant résoudre le problème du chômage.

II.2.3. Les avantages et inconvénients de l'ancrage monétaire :

Les avantages principaux de l'ancrage monétaire :

- Ses avantages sont considérés comme une solution aux limites de la politique de ciblage du taux de change.

- Elle permet à la politique monétaire de tenir compte des problèmes économiques nationaux, et son efficacité ne dépend pas de l'existence d'une relation stable entre la monnaie et l'inflation.
- Elle amène la banque centrale à utiliser un grand nombre d'informations pour déterminer mieux sa politique.
- Elle règle aussi, le problème de l'incohérence temporelle (tourné vers l'avenir et privilégiant la stabilité des prix, réduit considérablement le risque de politique trop expansionniste).

Et ces inconvénients

Le premier inconvénient réside dans la stabilité de la relation entre la variable cible (l'inflation ou le revenu nominal) et l'agrégat cible. Le problème de stabilité de cette relation se pose dans plusieurs contextes. D'une part, le changement de la nature de l'environnement inflationniste dans un pays ne favorise pas la stabilité de cette relation. En effet, dans un tel contexte le comportement de la vitesse de circulation est difficile à prévoir. Ceci engendre des anticipations des agents différentes de celles des autorités monétaires, par conséquent, l'objectif de stabilité des prix ne peut pas être atteint. D'autre part, la définition de la masse monétaire est devenue difficile suite aux innovations financières.

Le second inconvénient réside dans la nécessité d'avoir un lien fort entre l'agrégat cible et les instruments de la politique monétaire. En absence de ce lien fort, les autorités monétaires vont échouer à atteindre la cible prédéfinie en cas de perturbations économiques, même de petite ampleur. Par conséquent, ils échoueront dans leur objectif principal de la stabilité des prix.

Le choix d'objectif cible : s'agit-il de l'agrégat le plus large ou du plus étroit? Le ciblage des agrégats étroits tels que M1 ou M2, ne tient pas compte des niveaux des prix de certains actifs ayant un poids important sur l'objectif de stabilité des prix. Le ciblage de l'agrégat le plus large (M3) implique que notre variable d'ancrage contient plusieurs actifs rémunérés au taux de marché ce qui rend leur contrôle difficile par les instruments de la politique monétaire.

La non-satisfaction de ces conditions pourra conduire à l'échec de la politique de l'ancrage par les agrégats monétaires.

Section 03: le ciblage d'inflation

La politique monétaire a connu dans les pays développés et émergents 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, qui englobent la nouvelle conception de la conduite de la politique monétaire, visent à s'attaquer à la racine du problème d'inflation. Ces idées ont donné naissance à de nouvelles conceptions de la politique monétaire se traduisant par le « ciblage d'inflation ».

En effet, dans ce ciblage, 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 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. Pour ces économistes, la politique discrétionnaire devrait être remplacée par une politique basée sur des règles strictes et invariantes pour éviter toute incohérence temporelle génératrice de fluctuations de l'inflation.

La nouvelle Zélande est le pays ayant la plus grande expérience en politique du ciblage d'inflation. Cette politique a été annoncée le 4 Mars 1989 et mise en œuvre le 1^{er} Février 1990. Ce pays admet une cible d'inflation bien définie et une structure politique claire mise en place pour la réussir, elle est suivie par le Canada en 1991, le Royaume-Uni en 1992, la Suède et la Finlande en 1993 et l'Australie et l'Espagne en 1994 ; Israël, le Chili et le Brésil ont eux aussi recours à une forme de « ciblage » d'inflation.

II.3.1 .Définition du ciblage d'inflation

La politique de ciblage de l'inflation qui nécessite la définition d'un taux d'inflation cible à moyen terme et la volonté de l'autorité monétaire à respecter cette cible. Dans cette configuration, la politique monétaire est ajustée suivant les écarts entre l'inflation et l'inflation cible. Cette dernière sert ainsi de base d'ancrage nominal ou de cible intermédiaire à la politique monétaire. 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 qui s'imposent pour maîtriser les prix. 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.

Cette stratégie intègre plusieurs éléments ¹⁹:

- L'annonce faite au public d'objectifs chiffrés pour l'inflation à moyen terme ;
- un engagement ferme en faveur de la poursuite d'un objectif prioritaire de stabilité des prix à long terme accompagné de la promesse de l'atteindre ;
- L'utilisation des informations fournies par de nombreuses variables pour fonder les décisions de politique monétaire ;
- Une grande transparence, par la communication au public et aux marchés des intentions et des objectifs des autorités de politique monétaire ;
- Une forte responsabilité de la banque centrale en ce qui concerne la réalisation de ses objectifs d'inflation.

II.3.2. Les avantages et les inconvénients du ciblage d'inflation

Les avantages du ciblage d'inflation

- Le niveau de transparence des actions des décideurs politiques augmente et engendre plus de confiance de la part du public, en effet le 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 (il peut être facilement compris par le public ce qui assure sa transparence).
- Pour prendre les meilleures mesures de la politique monétaire, les autorités monétaires ne privilégient pas une variable mais utilisent toutes les informations disponibles.

¹⁹Frederic Mishkin, « Monnaie, banque et marchés financiers », Columbia University (Etats-Unis), 8^e édition, 2006, p537.

-Une cible numérique d'inflation explicite renforce la responsabilité de la banque centrale et permet de limiter le risque de la voir tomber dans le piège de l'incohérence temporelle en cherchant à relancer la production et l'emploi par une politique monétaire trop expansionniste.

-Le ciblage d'inflation peut permettre de limiter les pressions politiques qui s'exercent sur la banque centrale pour qu'elle mène une politique inflationniste, ce qui contribue à atténuer le problème de l'incohérence temporelle.

-Les régimes de ciblage de l'inflation accordent une grande importance à la transparence de la prise de décision et la communication régulière avec le public.

- Le ciblage d'inflation facilite l'évolution vers une plus grande responsabilité de la banque centrale. En effet, elle va de pair avec la transparence et la communication.

- Un régime de ciblage d'inflation permet de concilier ces deux exigences : avec cette stratégie, une banque centrale indépendante peut diriger son action vers des préoccupations de long terme tout en satisfaisant – parce qu'elle est responsable- aux exigences d'une société démocratique.

Plusieurs critiques sont liées au ciblage de l'inflation :

-Les pays industrialisés ne souffrent pas de limites importantes dans leurs pratiques de ciblage d'inflation. Certains inconvénients ne concernent que les pays émergents.

- 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 suivie²⁰ par une hausse de la croissance économique par rapport aux périodes précédant la mise en place de l'environnement désinflationniste.

-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.

²⁰L'expansion de la production est identifiée dans les pays industrialisés une fois que le niveau de l'inflation souhaité est atteint.

- 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 ".

- La politique de ciblage d'inflation dans le cadre d'un pays salarié. Dans les pays adoptant cette politique, les dettes des banques et celles des ménages sont libellées en dollar.

II.3.3.L'exemple des expériences des pays qui ont adoptés le ciblage

L'adoption de ciblage d'inflation fait suite aux échecs multiples des politiques antérieures et à la recherche pressante d'un nouveau point d'ancrage.

La nouvelle Zélande est le premier pays à avoir adopté cette politique. Bien qu'elle ait enregistré des résultats de baisse d'inflation, son expérience vécue à cet égard illustre bien ces problèmes²¹.

Ce pays a adopté le ciblage d'inflation en 1990, en définissant une cible de 3% à 5%. L'intervalle est redéfini chaque année jusqu'à 1993 où il est défini entre 0 et 2% (voir annexe). Durant cette période, la politique monétaire peut être qualifiée comme un ancrage efficace d'inflation. En 1995, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande a dépassé sa fourchette cible à l'horizon de un an et aurait pu voir son gouverneur destitué, comme le permet sa loi organique en pareil cas. Ses dirigeants étaient d'avis que l'écart par rapport à l'objectif serait de courte durée et que l'inflation allait chuter, car, selon eux, la politique monétaire n'avait pas été trop expansionniste.

Dans une petite économie ouverte comme celle de la Nouvelle-Zélande, les mouvements du taux de change agissent plus rapidement sur l'inflation que ceux des taux d'intérêt.

Aussi fallait-il recourir davantage aux variations du taux de change pour atteindre les cibles annuelles, ce qui donnait lieu à d'importantes fluctuations. Il est possible également que la Banque de réserve, en visant une cible à court terme, ait accru la variabilité de la production. À la fin de 1996 par exemple, elle a poursuivi une politique monétaire exagérément restrictive et a porté à 10

²¹Zied FTITI, « politique de ciblage d'inflation, règle de conduite, efficacité, performance », thèse de doctorat en science économique, Université de Tunis, 2010.

% le taux des fonds à un jour, de crainte que le taux d'inflation ne dépasse la limite supérieure de la fourchette cible en 1997 qui est fixé entre 1 et 3%.

Cela a contribué à engendrer une baisse non désirée de la production. La Banque de réserve de Nouvelle-Zélande a reconnu les problèmes que posait un horizon trop court, et elle met dorénavant l'accent sur un horizon de six à huit trimestres dans ses délibérations concernant la politique monétaire.

Dans un autre exemple, la Turquie, pays en voie de développement, a connu une inflation élevée chronique depuis de fin des années 1970. En janvier 1980, où le taux d'inflation atteint presque 90%. Ce n'est qu'en 2002, suite à l'adoption d'une politique de ciblage d'inflation et à l'indépendance de la Banque Centrale, qu'elle réussit à stabiliser l'inflation en dessous de 10%.

L'inflation élevée est le résultat de facteurs liés au changement de la conjoncture économique mondiale du milieu des 1970 (premier choc pétrolier et à l'abandon du système de Bretton Woods) et les dépassements budgétaires internes. La stratégie de développement adoptée a donc commencé à s'essouffler : d'une part la croissance a ralenti, d'autre part l'économie a commencé à faire face à une inflation. Dans le but de stabiliser l'économie, le pays a adopté des programmes de désinflation²².

A partir de janvier 2002, suite à l'échec de sa dernière politique de désinflation, la Turquie a été obligée d'adopter le ciblage d'inflation d'abord dans une phase préparatoire de trois années (ciblage d'inflation implicite) ensuite depuis 2005 elle a appliqué le ciblage explicite. De fait, le taux d'inflation baisse assez rapidement et la cible est atteinte avant la date prévue (les 3 premières années). Cette baisse continue en 2005 mais plus lentement par rapport aux années précédentes et le taux d'inflation effectif s'approche de la cible, mais sans l'atteindre (il reste dans la zone cible). En 2006, la cible n'est pas atteinte et pour la première fois le taux d'inflation sort de la zone cible. Cet échec est expliqué par plusieurs facteurs : évolution du taux de change, chocs d'offre, hausse des prix du pétrole et de l'or au niveau international. Par rapport à cela, les économistes²³ renvoient la réussite de la politique d'avant 2006 à l'amélioration de la croissance turque et à la discipline

²²Exemple d'un programme mis en place en 1999, avec le FMI, comme condition de son aide financière. Ce programme contenait trois objectifs ; d'inflation, des taux d'intérêt et de croissance économique. Concernant le premier, il s'agissait de baisser le taux d'inflation à 25% en fin 2000, 12% pour 2001 et finalement à 7% pour fin 2002. Ces objectifs devaient être atteints par une politique budgétaire et une politique monétaire restrictive et par une politique des revenus conforme à l'inflation ciblée.

²³Zied FTITI, « politique de ciblage d'inflation, règle de conduite, efficacité, performance », thèse de doctorat en science économique Université de Tunis, 2010.

budgétaire de la période. Après cette période, les difficultés économiques rencontrées sont ajoutées à l'anticipation des agents économiques qui lient ces difficultés à leurs taux d'inflation.

Suite à l'adoption d'une politique de ciblage d'inflation et à l'indépendance de la Banque Centrale, que la Turquie a enfin réussi à stabiliser son niveau d'inflation en dessous de 10%.

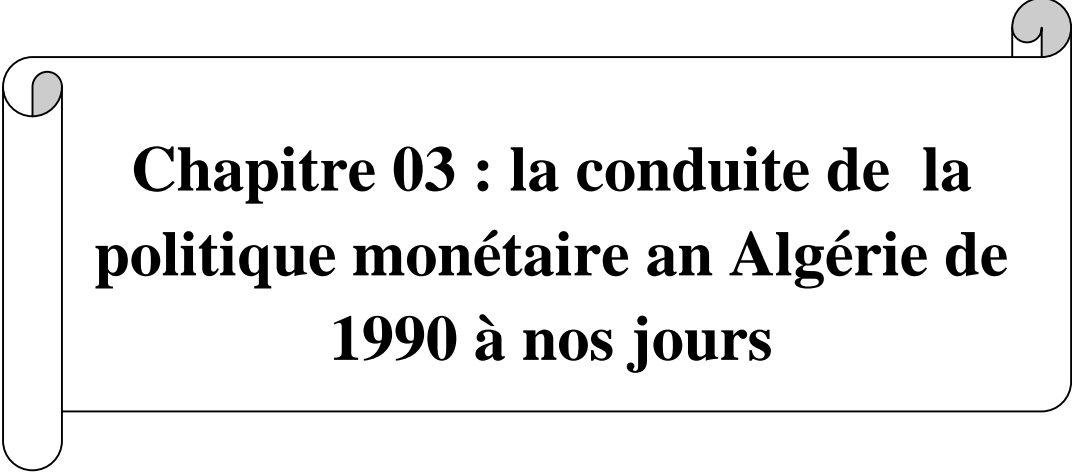
Selon les autres expériences (annexe n°1) Le bilan des expériences de ciblage de l'inflation paraît globalement positif. Là où cette stratégie a été adoptée, on a observé une phase de recul de la hausse des prix et des anticipations inflationnistes en deçà des niveaux qui, selon toute vraisemblance, auraient été atteints.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons présenté les différents objectifs définis par la politique monétaire, selon l'évolution du contexte international puis national. Le passage du système monétaire international du régime de change fixe au régime flottant a marqué la rupture de l'ancrage du taux de change et le choix de l'objectif monétaire. La forte inflation due aux politiques discrétionnaires, d'une part, et à l'instabilité de la relation entre la masse monétaire et l'inflation d'autre part, explique le remplacement du ciblage monétaire par le ciblage d'inflation.

Le ciblage d'inflation est un cadre de politique monétaire permettant à la Banque Centrale d'assurer un faible taux d'inflation. Cette politique consiste en la détermination d'une cible à atteindre, dans un délai fixé à l'avance. Elle permet ainsi de publier les prévisions d'inflation et d'adopter, par anticipation, les mesures qui s'imposent pour maîtriser les prix.

Quel que soit l'objectif défini pour atteindre la stabilité des prix, la politique monétaire ne peut être efficace. Que si les conditions (fondements ou les hypothèses) de sa réussite sont vérifiées.



**Chapitre 03 : la conduite de la
politique monétaire an Algérie de
1990 à nos jours**

Introduction

La politique monétaire suivie par la Banque d'Algérie depuis 1990 s'inscrit dans le cadre réformes de fonds qui été mises en œuvre à travers la promulgation de la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit. Cette loi a été modifiée en 2001 par l'ordonnance n° 01-01, ensuite remplacée par l'ordonnance n° 03-11 de 26 août 2003 jusqu'à l'ordonnance n° 10-04 d'août 2010.

L'objet de ce chapitre est d'étudier l'évolution des objectifs de la politique monétaire en Algérie depuis 1990 à nos jours.

Pour cela, nous allons traiter la conduite de la politique monétaire en Algérie, notamment dans ses objectifs et résultats. La première section durant la période (1990-2000), la seconde section, durant la période 2000 à nos jours.

Section01 : la politique monétaire en Algérie durant la période 1990-1999

Dans cette section, il s'agit d'abord d'analyser la conduite de la politique monétaire durant cette période. Ensuite nous allons citer les objectifs et les instruments, selon LMC, le programme d'ajustements structurel. Enfin nous étudions les résultats obtenus par rapports aux objectifs qui lui sont assignés.

III.1.1.Objectifs et instruments de la politique monétaire selon LMC

Les objectifs et les instruments de la politique monétaire sont différents dans les textes de la LMC et les programmes de stabilisation et d'ajustement structurel.

Les objectifs de la politique monétaire sont définis dans l'alinéa premier de l'article 55 de la loi 90-10. Ce texte stipule ce qui suit : « la Banque centrale a pour mission de créer et de maintenir dans le domaine de la monnaie, du crédit et des changes les conditions les plus favorables à un développement ordonné de l'économie nationale, en promouvant la mise en

œuvre de toutes les ressources productives du pays, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie ». ²⁴

De cette mission très large, on peut extraire trois objectifs qui peuvent être interprétés et hiérarchisés comme suit :

- Le développement ordonné de l'économie nationale, qui constitue un objectif stratégique de long terme pour la réalisation duquel la Banque centrale doit contribuer, et ce, par la création et le maintien, dans son domaine (la monnaie, le crédit, et les changes) et à l'aide de son outil (la politique monétaire), les conditions les plus favorables. Ces conditions sont contenues dans les deux autres objectifs finals ;
- La mise en œuvre de toutes les ressources productives ; qui correspondrait à l'objectif de plein emploi ;
- La stabilité de la valeur interne et externe de la monnaie ; ce qui correspondrait à la stabilité des prix et du taux de change.

Concernant les objectifs intermédiaires, ceux-là sont déterminés à l'article 44 de la LMC, qui définit les attributions du conseil de la monnaie et du crédit en tant qu'autorité monétaire. La loi autorise le conseil à arrêter les objectifs en matière d'évaluation des différentes composantes de la masse monétaire et du volume de crédit. De cela l'on comprend que les objectifs intermédiaires sont le taux de croissance de la masse monétaire et celui des crédits. Cependant, les valeurs de ces taux ne sont pas fixées du moins au grand public.

- Par ailleurs, 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 ;
 - la réserve obligatoire.

Cependant, ces instruments n'ont pas été mis en œuvre en raison de l'absence d'effets publics et privés négociables sur le marché (pour les trois premiers instruments) et la non-fixation d'un taux de réserve obligatoire. Dans la pratique, ce fut donc d'autres instruments de

²⁴La loi relative à la monnaie et au crédit, retirer du ILMANE Mohamed Chérif, réflexion sur la politique monétaire en Algérie : objectifs, instruments et résultats, revue n°75, 2005, p 04.

nature directe qui ont été utilisés : l'encadrement du crédit bancaire, la fixation de plafonds de réescompte, plafonnement des taux débiteurs et plafonnement des marges bancaires.

III.1.2. Objectifs et instruments de la politique monétaire durant le programme d'ajustement structurel

Les objectifs de la politique monétaire durant la période de réalisation du PAS sont définis dans l'instruction N°16-94 du 9 avril 1994, relative aux instruments de la politique monétaire et au refinancement des banques. Le paragraphe 5 de cette instruction stipule que: « l'objectif principal de la politique monétaire est, de facto, la maîtrise du rythme d'inflation en moyen notamment d'un contrôle prudent de l'expansion monétaire et du crédit relativement à l'objectif d'inflation et de croissance. À cet effet, un plafond de croissance des avoirs intérieurs net du système bancaire et un plafond de croissance des avoirs intérieurs nets de la banque d'Algérie sont mis en place »²⁵.

Ainsi, on peut retirer objectif final de la politique monétaire à partir de 1994 qui est la maîtrise de l'inflation. Pour atteindre cet objectif, la banque centrale fixe un double objectif intermédiaire ; la limitation de la croissance de la masse monétaire et celle du crédit. La réalisation de ce double objectif intermédiaire est faite en définissant un double objectif opérationnel ; 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).

Dans cette période, le principal objectif confié à la politique monétaire demeure la lutte contre l'inflation. Il s'agissait de réduire son rythme à un niveau acceptable, soutenable et maîtrisable, c'est-à-dire un taux à un chiffre comparable à ceux des principaux pays partenaires de l'Algérie²⁶.

L'instruction N° 16-94 définit une collection d'instruments directs et indirects, quantitatifs et qualitatifs ou institutionnels, que l'on peut regrouper comme suit :

²⁵Instruction N°16/24 du 14 avril 1994 relative aux instruments de conduite de la politique monétaire et au refinancement des banques.

²⁶ ILMANE M.C, « Regard sur la politique monétaire en Algérie », conseil national économique et social, mai 2005.

➤ **Concernant les taux d'intérêt**

Dans ce contexte, la première décision prise c'était la suppression des taux débiteurs et des taux du marché monétaire ces derniers deviennent librement négociables après qu'ils ont été plafonnés à 20%²⁷ et 18%²⁸ respectivement depuis 1990.

Mais, pour éviter d'éventuels dérapages quant au renchérissement du coût de crédit, la deuxième décision qui était prise concerne le plafonnement de la marge bancaire à 5% au-dessus de coût moyen de leur ressource. Celui-ci a été défini comme étant « le coût moyen pondéré des ressources empruntées sur le marché interbancaire et auprès de la Banque d'Algérie²⁹ ».

En ce qui concerne, la Banque d'Algérie, elle a mis en place une batterie de taux pour encadrer les taux bancaires et orienter son intervention à savoir :

- La fixation du taux du réescompte à 15% en 1994 ;
- La fixation du taux pivot de son intervention sur le marché monétaire à 20% ;
- La fixation du taux sur avances aux banques en comptes courants à 24%

Mais, en raison de la situation économique prévalant, cet arsenal de taux d'intérêt ne saurait suffire à contrôler l'expansion monétaire et du crédit dans les limites voulues. Il a fallu donc recourir aux instruments plus ou moins directs, il s'agit :

➤ **Les instruments semi-directs**

La fixation pour chaque banque, d'un plafond de refinancement global et un plafond de réescompte (il est à signaler que le taux de réescompte a été levé de 11,5% en 1991 à 15% en 1994) modifiable chaque trimestre.

L'instauration du système d'adjudication de crédits sur le marché monétaire, sous forme d'appel d'offres, vient en remplaçant le réescompte en tant que source principale de liquidité³⁰.

²⁷ILMANE M.C, opcit, p70.

²⁸NAAS Abdlekrim, op cit, p212.

²⁹Instruction N°72-94 du 28/11/1994.

³⁰Instruction N°28/95 du 22 avril 1995, portant l'organisation du marché monétaire.

➤ **Les instruments indirects**

Les instruments indirects définis dans l'instruction sont les réserves obligatoires et l'open market. Là encore, à la différence autre instruments qui était fonctionnels, ces derniers ne pouvaient réellement l'être.

III.1. 3. La situation monétaire durant la période 1990-1999

La politique monétaire avant 1990 est affectée par le mode centralisé de l'économie algérienne. À partir de cette année, un tournant décisif a été marqué pour le rôle de la politique monétaire dans l'ensemble de la politique économique.

La période 1990-1993 a été marquée par la dégradation des équilibres macroéconomiques (détérioration de la balance des paiements, la stagnation de l'économie algérienne) notamment suite au contre-choc pétrolier de 1986, ce qui a amené l'Algérie à engagé des réformes monétaires dans le but d'améliorer la situation de l'économie son pays. Dans ce cadre, la politique monétaire a été réactivée pour apporter des changements et remplir son rôle selon les normes de marché.

À partir de 1994, la politique monétaire de l'Algérie allait connaître un changement de fond, avec la signature de l'accord Stand-By, en avril 1994. L'économie algérienne est soumise au plan d'ajustement structurel, qui impose plusieurs objectifs visant à assurer les grands équilibres macroéconomiques et à préparer les conditions d'une relance de la croissance économique, dont la politique monétaire fait partie. Cette dernière se présente dans un premier temps comme un élément de stabilisation et d'ajustement structurel (Bellal Samir, 2010), car elle a connu des chargements de fonds en particulier dans le domaine des objectifs assignés à celle-ci et l'instrumentation dispose par les autorités monétaires pour la réalisation de ces objectifs.

L'évolution de la situation monétaire du pays, les objectifs de la politique monétaire et ses instruments durant la période 1994-1999 feront l'objet de cette section, après avoir présenté la situation économique à la fin de l'année 1993.

III.1.3.1. la relation entre la masse monétaire, les crédits à l'économie, et l'inflation

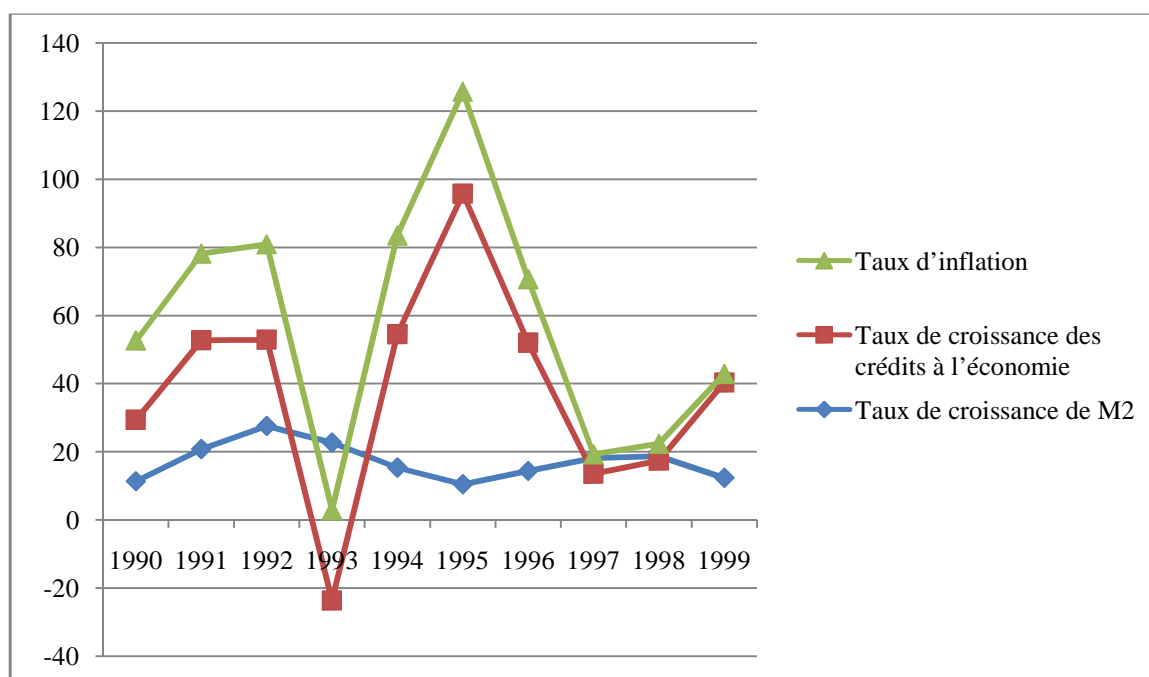
L'appréciation de la relation entre l'inflation et ses variables explicatives est donnée à travers le tableau suivant :

Tableau N°01 : Le taux de croissance de la masse monétaire (M2), le taux de croissance des crédits à l'économie, et le taux d'inflation, en %

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taux de croissance de M2	11,4	20,8	27,6	22,7	15,4	10,5	14,4	18,2	18,8	12,4
Taux de croissance des crédits à l'économie	18,0	31,9	25,3	-46,3	39,1	85,2	37,6	-4,6	-1,4	27,9
Taux d'inflation	23,3	25,5	28,0	26,5	29,0	30,0	18,7	5,7	5,0	2,6

Source : office national des statistiques

Figure n° 1 : Représentation graphique de taux de croissance de M2, taux de croissance des crédits à l'économie, et taux d'inflation annuel, en % durant cette période 1990-1999



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

Selon la théorie quantitative de la monnaie sur laquelle se base la banque d'Algérie, une augmentation de la masse monétaire (et celle des crédits à l'économie) entraîne celle des prix et inversement.

Dans ce tableau on constate que les variables évoluent dans deux sens différents. de 1993 – 1994 le taux de d'accroissement de la masse monétaire est baissé de 22,7% à 15,4%, tandis que le taux d'inflation est passé de 26,5% à 29%, et de 1994-1995 le taux d'accroissement de la masse monétaire continuer à diminuer tandis que le taux d'inflation à augmenter de même augmentation de taux de croissance de la masse monétaire de 1996-1998 est données avec une baisse de taux d'inflation.

Concernant la relation entre les taux de croissance de crédits à l'économie et le taux d'inflation est inversé d'après le tableau, on remarque les deux variables évoluent différemment. A la période 1991-1992, le taux de croissance de crédit à l'économie est diminué de 31,9% à 25,3% contrairement au taux d'inflation qui est augmenté de 25,5% à 28,0%, et dans la période de 1997-1999 le taux de croissance de crédit à l'économie augmente de -4,6% à 27,9%, mais le taux d'inflation continué a baissé de 5,7% à 2,6%.

Par conséquent on peut dire que la masse monétaire et les crédits à l'économie ne constituent pas les variables déterminantes de l'inflation. Cette dernière est influencée par d'autres variables notamment le taux de change.

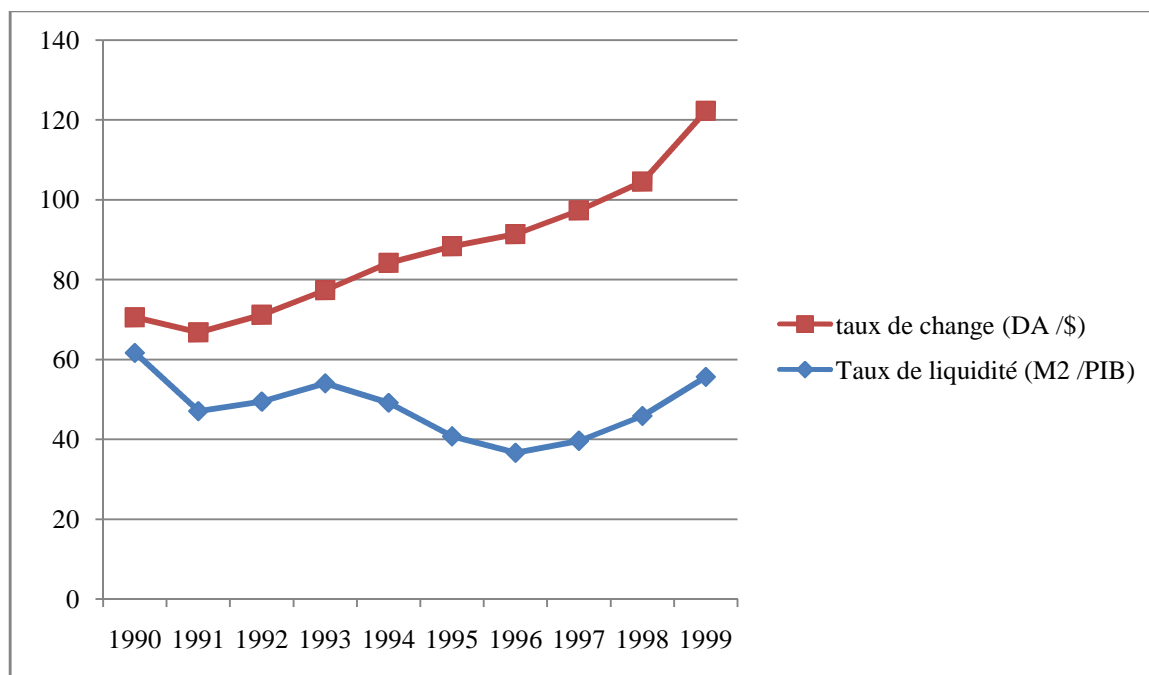
III.1.3. Les autres objectifs

Tableau N°02 : les résultats des objectifs de taux de liquidité (M2/PIB), et le taux de change (DA /\$),

Année	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taux de liquidité (M2 /PIB)	61,6	47,0	49,4	54,0	49,1	40,7	36,6	39,6	45,8	55,6
taux de change (DA /\$)	8,96	19,80	21,82	23,36	35,09	47,68	54,77	57,73	58,74	66,64

Source : ONS

Figure n° 2 : Représentation graphique de taux de liquidité, et le taux de change durant la période 1990-1999



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

Les autres variables à étudier sont le taux de liquidité à l'économie et taux de change, d'après le tableau, on remarque que la période 1990-1991 a été marquée par la baisse du taux de liquidité (M2/PIB) alors qu'il était de plus de 72% en 1989 pour atteindre 47% en 1991. C'est à partir de 1992 que ce taux a commencé à augmenter pour atteindre 54% en 1993. La reprise de ce taux reflète du caractère inflationniste du financement de l'économie. Le taux de liquidité de l'économie passe de 49,1% en 1994 à 36,6% en 1996 ; la politique monétaire a eu un effet d'assécher les liquidités. Les taux de liquidité ont repris à la hausse à partir de 1997.

Selon le tableau, on remarque une hausse rapide et remarquable du taux de change (DA / \$) durant la décennie 90, il est passé de 8,96 en 1990 jusqu'à 23,36. C'est le résultat de la dévaluation afin d'atténuer la différence entre le cours du dinar sur le marché parallèle et la cotation officielle. Durant la période d'ajustement structurelle le taux de change, il est passé de 35,09 en 1994 jusqu'à 58,74 en 1998. C'est la dévaluation pratique de dinars par la Banque d'Algérie a pour le rôle d'endiguer de l'augmentation des prix, afin d'atténuer la différence entre le cours du dinar sur le marché parallèle et la cotation officielle, et ajuster le taux de change nominal par rapport au taux de change réel.

Section 02 : la politique monétaire durant la période 2000 à nos jours

Les structures de l'économie algérienne ont été fragilisées à la fin du programme d'ajustement structurel, d'où y'a en lieu la nécessité d'introduction un plan de soutien à la relance économique, le processus de l'assainissement et de recapitalisation des banques publique.

III.2.1. Les objectifs et les instruments de la politique monétaire :

L'amélioration de la situation des finances publiques suite à la bonne conjoncture des prix du pétrole depuis 2000 et surtout 2001 a permis au système bancaire de vivre une situation de surliquidité structurelle.

Dans ce contexte les autorités monétaires algériennes ont été appelées à renforcer les règles de bonne conduite en matière de la politique monétaire, à savoir ; la détermination et la fixation des objectifs de celle-ci, l'arrêt d'instrumentation monétaire et la validation les instruments les plus pertinents pour cette conduite.

Les objectifs et les instruments de la politique monétaire selon l'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit, modifiant la loi 90-10. En effet, cette ordonnance redéfinit les objectifs assignés à la politique monétaire en précisant les prérogatives du conseil de la monnaie et de crédit en tant qu'autorité de la politique monétaire.

➤ Les objectifs finals de la politique monétaire

Il convient de rappeler que l'objectif final de la politique monétaire a été défini dans la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit. Des aménagements ont été conçus à cette loi afin de la compléter et d'apporter des modifications, à savoir, la promulgation de la l'ordonnance 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit qui a redéfini les objectifs de la politique monétaire. L'alinéa 1 de l'article 35 de cette ordonnance stipule : « la banque d'Algérie a pour mission de créer et de maintenir dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, lasses conditions les plus favorables à un développement rapide de l'économie, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie »³¹.

³¹ Ordonnance du 26 Août 2003, op, cit, Art 35

À partir de texte, deux modifications ont été constatées comparativement à la loi 90-10 : la première consiste en la substitution du terme rapide, ayant un sens quantitatif, au terme ordonné, ayant un sens qualitatif, du développement de l'économie nationale, la deuxième consiste la suppression du segment « en promouvant la mise en œuvre de toutes les ressources productives du pays », c'est-à-dire de l'objectif de plein emploi.

Dans ce cas l'objectif de plein emploi a été supprimé en tant qu'objectif explicite, mais demeure en tant qu'objectif implicite puisque celui-ci est lié positivement à la croissance de la production. À cet effet, la stabilité des prix en comptabilité avec un taux de croissance le plus élevé possible est l'objectif final de la politique monétaire³².

Sous le contexte des deux promulgations, la loi 90-10 ainsi que l'ordonnance de 2003, l'objectif final retenu par la banque d'Algérie est celui de la stabilité des prix, entendue comme la progression limitée de l'indice des prix à la consommation.

Le rythme d'inflation ciblé a été annoncé dans son rapport pour l'année 2003 :

« L'objectif ultime de la politique monétaire exprimé en terme de stabilité à moyen terme des prix, à savoir une inflation inférieure à 3% a été atteint en 2003... »³³.

La banque d'Algérie a adapté depuis 2003, l'approche des règles pour la conduite de la politique monétaire en ciblant un niveau d'inflation plafonné à 3%, ce qui est une bonne chose surtout, dans la mesure où les agents économiques auront une bonne visibilité de l'avenir et sauront par conséquent, à quoi s'en tenir. Cependant, la banque d'Algérie tient son engagement pour gagner la confiance de ces agents et asseoir sa crédibilité.

À partir de 2009, le conseil de la monnaie et du crédit, tout en maintenant l'objectif d'inflation à 3 % à moyen terme comme objectif ultime de la politique monétaire, a précisé une cible de 3% à 4% au titre de cette année.³⁴

➤ **Les objectifs intermédiaires**

L'article 62 de l'ordonnance n°03-11 définit comme attribution du conseil de la monnaie et du crédit : la définition, la conduite, le suivi et l'évaluation de la politique monétaire, dans ce but le conseil fixe les objectifs monétaires, notamment en matière d'évolution des agrégats monétaire et de crédit et arrête l'instrument monétaire.

³² « Réflexion sur la politique monétaire en Algérie : objectifs, instruments et résultats », op cit, p5.

³³ « Regard sur la politique monétaire en Algérie », op cit, p82.

³⁴ Rapport de la banque d'Algérie pour l'année 2011, p 131.

De ce fait, en plus de la cible d'inflation (objectif final), le CMC définit une cible intermédiaire (objectif intermédiaire) à savoir le taux de croissance annuel de la masse monétaire (M2). C'est ainsi qu'il est indiqué que : « pour 2004, le conseil de la monnaie et du crédit a maintenu l'objectif d'inflation de 3% à moyen terme. En matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédits, le conseil a arrêté un objectif de croissance de M2 entre 14% et 15% et celle des crédits à l'économie entre 16,5% et 17,5% »³⁵.

Ces objectifs intermédiaires reposaient sur l'hypothèse de prix du pétrole, cette hypothèse se base sur les ressources du fonds de régulation des recettes (FRR), ce dernier est destiné à stabiliser à moyen terme les recettes fiscales provenant des exportations d'hydrocarbures, il reçoit les recettes qui seraient en excédent d'un prix de référence, fixé dans la loi des finances, pour le baril. Ce fonds vise un objectif large, celui de garantir une stabilité budgétaire tout en accompagnant les objectifs de la politique monétaire.

-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 obligatoires³⁶. 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 d'autres instruments : la reprise directe de liquidités³⁷ et les facilités de dépôt³⁸.

L'utilisation de reprise de liquidité est pour rendre plus efficace le contrôle des agrégats monétaire, puisqu'il est plus souple que l'usage des réserves obligatoires, dans la mesure où il peut être modulé au jour le jour.

Le CMC a édicté le règlement du 26 mai 2009 relatif aux opérations, instruments et procédures de politique monétaire à renforcer le cadre réglementaire par³⁹ :

Les opérations de politique monétaire sont plus particulièrement, les opérations que la Banque d'Algérie est appelée à effectuer sur le marché monétaire. De ce fait, l'ensemble des opérations de marché (opérations principales de refinancement à plus long terme, opérations

³⁵ Banque d'Algérie, rapport annuel, 2004, p 184

³⁶ Le taux de réserves obligatoires est passé de 4,5% en décembre 2001 à 6,5% en mars 2004.

³⁷ De fin 2003 à 2009 les montants repris sont passés de 230 à 1100 Mds DA. En 2004 et 2005, ils représentent environ le 1/4 du crédit bancaire.

³⁸ La part des facilités des dépôts dans la résorption de liquidité passe de 7,41% en 2005 à 41,8% en 2009.

³⁹ Rapport de la Banque d'Algérie 2009, p 148.

de réglage fin, opérations structurelles) ont fait l'objet de développements nécessaires les facilités permanentes (facilité de prêt marginal, facilité de dépôts rémunérés), en tant qu'opérations à l'initiative des banques contreparties aux opérations de politique monétaire de la Banque d'Algérie, qui ont trouvé leur ancrage réglementaire renforcé.

Les objectifs de la politique monétaire selon l'article 35 de l'ordonnance N° 10-04 de 2010 stipule que « la banque d'Algérie a pour mission de veiller à la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire, de créer et de maintenir, dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement soutenu de l'économie, tout en veillant à la stabilité monétaire et financière... »⁴⁰.

Les nouvelles dispositions de cette loi donnent désormais un ancrage légal à la stabilité des prix comme objectifs explicites de la politique monétaire, tout en veillant à la stabilité monétaire et financière. Pour cela, la BA utilise le contrôle de la masse monétaire et du crédit dans la conduite de la politique monétaire, ainsi, elle utilise pour la première fois le ciblage d'inflation, par mise en place d'un modèle de prévision à court terme afin de prévoir mensuellement le taux d'inflation et son évolution dans un horizon d'une année.

Cette nouvelle politique de ciblage est définie par la fixation d'un taux explicite d'inflation par la BC et s'engage à l'atteindre en suivant une règle monétaire ou de taux d'intérêt. Dans ceci, la BA cible la première fois un taux d'inflation ponctuel de 4% en 2011.

Par rapport à cela, il est important de souligner qu'il est plus prudent de cibler un intervalle d'inflation au lieu d'un taux précis, et ce, pour plusieurs raisons :

La première revient au fait que 2011 constitue la première expérience, là où la majorité des banques centrales des pays développés évitent de préciser le taux.

-la deuxième raison liée à la crédibilité de la banque dans l'annonce et qui constitue un des éléments définissant la politique de ciblage.

En effet, la BA a escompté un résultat négatif avec un taux d'inflation de 5,7% assez loin de la cible.

La question qui se pose ici porte sur la possibilité de mettre en place deux méthodes de politique monétaire à la fois, à savoir le ciblage monétaire (réaliser un taux de croissance de la

⁴⁰ La loi relative à la monnaie et au crédit.

masse monétaire et de crédit) et le ciblage d'inflation (respecter ou adopter une règle de taux d'intérêt).

L'article 35 stipule que la banque d'Algérie « est chargée de régler la circulation monétaire, de diriger et de contrôler, par tous les moyens appropriés, la distribution du crédit, de réguler la liquidité, de veiller à la bonne gestion des engagements financiers à l'égard de l'étranger, de réguler le marché des échanges et de s'assurer de la sécurité et de la solidité du système bancaire »⁴¹.

D'après cet article, les principaux instruments utilisés par la BA sont :

- la masse monétaire en circulation(M2) ;
- l'encadrement du crédit ;
- la reprise de la liquidité par appel d'offres ;
- le contrôle des changes ;
- la réglementation en matière de réserves obligatoires.

III.2.2. Évolution de la situation monétaire en Algérie depuis 2000 à nos jours

Les changements observés depuis l'année 2000 sont caractérisés par une conjoncture macro- financière favorable, une position extérieure solide du pays et une inflation modérée et bien maîtrisée. On entreprendra dans cette section l'évolution de la masse monétaire, en termes de M2, les crédits à l'économie et l'évolution du taux d'inflation.

III.2.2.1. La relation entre la masse monétaire, les crédits à l'économie, et l'inflation

L'appréciation de la relation entre l'inflation et ses variables explicatives est donnée à travers le tableau suivant :

⁴¹ La loi sur la monnaie et du crédit.

Tableau N°03 : Le taux de croissance de M2(1), le taux de croissance des crédits à l'économie(2), taux d'inflation(3), en %.

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(1)	13,0	22,2	17,3	15,6	11,4	11,2	18,6	24,2	16,0	3,1	13,8	17,9	8,6
(2)	6,3	8,5	17,4	9,0	11,2	16,0	7,0	15,8	18,6	18,0	5,9	14,0	8,0
(3)	0,33	4,22	1,4	3,6	4,6	1,9	1,8	3,9	4,4	5,7	3,9	4,5	8,9

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

Figure n° 03 : Représentation graphique de taux de croissance de M2, taux de croissance des crédits à l'économie, et taux d'inflation annuel, en % durant cette période 2000-2012



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

D'après ce tableau on constate que les deux variables (M2, inflation) évoluent dans un sens différents. Le taux de M2 connaît une baisse continue sur la période 2002-2004, de 17,3 puis de 15,6% à 11,4%, tandis que le taux d'inflation augmente continuellement de 1,4, de 3,6% à 4,6%. En 2005, la masse monétaire a connu une stabilisation, les crédits à l'économie ont connu une augmentation. Le taux d'inflation correspondant à cette période a connu une baisse sensible. C'est le même cas qui se répète sur la période 2007-2009. En 2012, le taux de croissance de M2 a connu une baisse importante par rapport à 2011 et le taux d'inflation a enregistré pour la première fois près de 9%. Concernant les crédits à l'économie, le tableau montre que leur taux de croissance et celui de l'inflation ont des évolutions différentes.

De plus, en comparant ces résultats aux intervalles définis dans le rapport 2004 pour les deux objectifs intermédiaires, on constate que ceux-là, « étaient bien en deçà des cibles puisque la masse monétaire s'était accrue de 11,4%(soit un écart de plus de 21%) et les crédits à l'économie s'étaient accrus de seulement 11,2(soit un écart de plus de 34%) »⁴², et le taux d'inflation enregistre une augmentation à 4.6. De même, à des périodes où les taux de croissance dépassent l'intervalle, le taux d'inflation correspondant est bas (exemple de l'année 2006)

Concernant la cible d'inflation, « le plafond de 3% est percé puisque l'IPC moyen du grand Alger s'élève à 3,6% (soit un écart de 20%) et l'IPC moyen national s'élève à 4,6%, d'après les données de L'ONS(2005). Que faire pour ramener le taux d'inflation au niveau ciblé ? Ne serait-il pas plus prudent, toujours dans le souci d'asseoir sa crédibilité, si, au lieu de cibler un taux fixe, elle ciblerait une fourchette variant de plus ou moins un à un point et demi de pourcentage autour de la cible 3% ? Ceci en attendant de développer une « règle » qui serait plus active pour pouvoir intervenir en situation contingentes »⁴³.

Donc on peut dire que la relation à long terme entre la masse monétaire, les crédits à l'économie et l'inflation n'est pas vérifiée

III.2.2.2. résultats des autres objectifs

Les autres variables à étudier sont le taux de liquidité à l'économie et taux de change.

⁴²ILMANE M.C, « Monnaie croissance économique et ouverture », les cahiers du cread n° 75 / 2006, p 81.

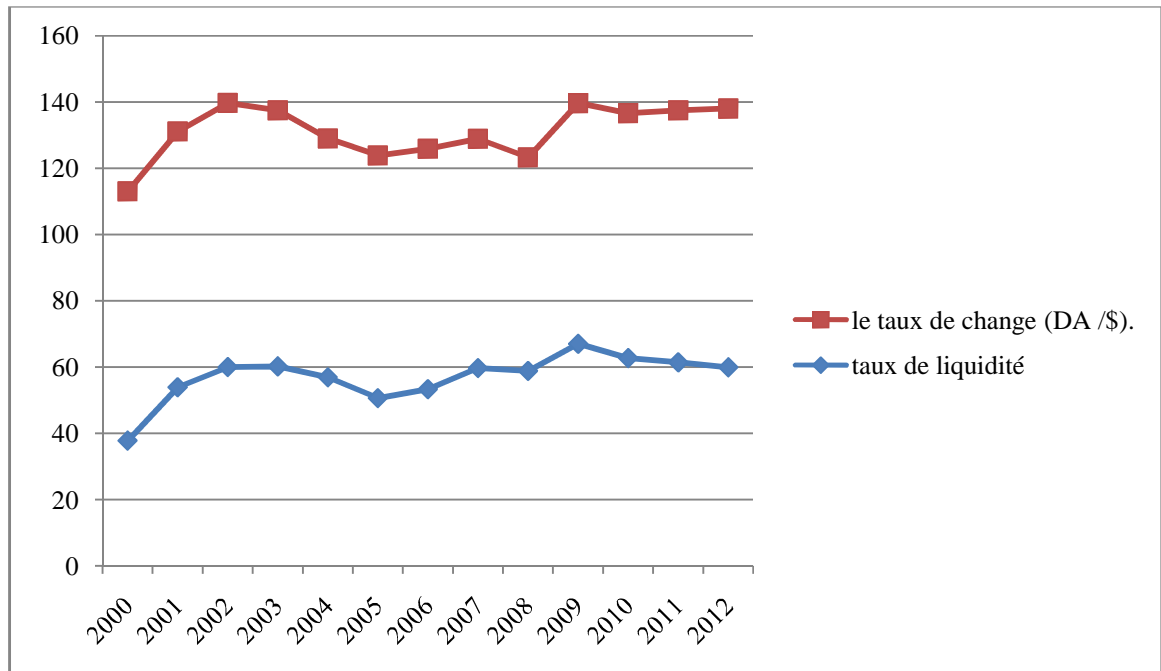
⁴³ILMANE M.C, op cit, p 81.

Tableau N°04 : les résultats des objectifs de taux de liquidité (M2/PIB), et le taux de change (DA /\$).

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
taux de liquidité	37.8	53.9	60.0	60.2	56.9	50.6	53.3	59.7	58.8	67.0	62.7	61.4	59.9
le taux de change (DA /\$).	75,25	77,21	79,68	77,3	72,06	73,27	72,6	69,2	64,5	72,64	73,94	76,05	78,1

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

Figure n°04 : Représentation graphique de taux de liquidité, et le taux de change durant la période 2000-2012



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

D'après ce tableau, on remarque que la période 2000-2001 a été marquée par une hausse du taux de liquidité (M2/PIB) alors qu'il a été de plus de 60% en 2003 pour atteindre 56.9% en 2004. C'est à partir de 2005 que ce taux a commencé à augmenter pour atteindre 67% en 2009. La reprise de ce taux reflète du caractère inflationniste du financement de l'économie. Le taux de liquidité de l'économie passe de 62,7% en 2010 à 59,9% en 2012, les taux de liquidité à l'économie sont élevés sur toute la période, ce qui est expliqué qu'il y a trop de monnaie par rapport au volume de production.

Le taux de change de dinars par rapport aux dollars augmente chaque année, passe de 75,29 en 2000 jusqu'à 78,1025 en 2012. Ce qui représente la dévaluation continue de la monnaie nationale en raison de l'élargissement du différentiel d'inflation entre l'Algérie et ses principaux partenaires.

Conclusion

L'analyse descriptive effectuée sur la période 1990-2012, donne au total 15 années sur 22 où les taux d'inflation évoluent dans le sens contraire de celui de la masse monétaire.

L'intervalle de variation de la masse monétaire et des crédits est dépassé à certaines périodes expliquant que la banque d'Algérie a une moindre maîtrise sur l'agrégat cible. Sur les périodes où les taux de croissance des agrégats définis sont inférieurs à l'intervalle, l'inflation n'est pas pour autant réduite.

Les explications plus profondes de l'inflation sont liées aux caractéristiques des hydrocarbures dont dépendent les dépenses budgétaires et les importations dans des biens de production et de consommation finale.

L'exemple de la période d'ajustement structurel illustre bien cela. Les restrictions budgétaires ont limité la série des dévaluations effectuées ont décéléré le rythme de croissance monétaire. Ces deux facteurs ont ramené le taux d'inflation de près de 30% en 1995 à 5% en 1998.



Conclusion générale

Conclusion générale

L'objectif final de la politique monétaire est la stabilité des prix. Quelque soit le ou les objectifs intermédiaires que la banque centrale utilise, celui-ci (ou ceux-là) doit avoir une relation avec cet objectif final. L'efficacité de la politique monétaire dépend donc d'abord du choix de la stratégie ou de l'objectif intermédiaire ensuite des autres facteurs.

La Banque d'Algérie utilise la masse monétaire et le crédit à l'économie comme objectifs intermédiaires pour atteindre la stabilité des prix. Elle se base sur la théorie quantitative de la monnaie (quand la masse monétaire baisse, le taux d'inflation baisse et quand la masse monétaire augmente, le taux d'inflation augmente).

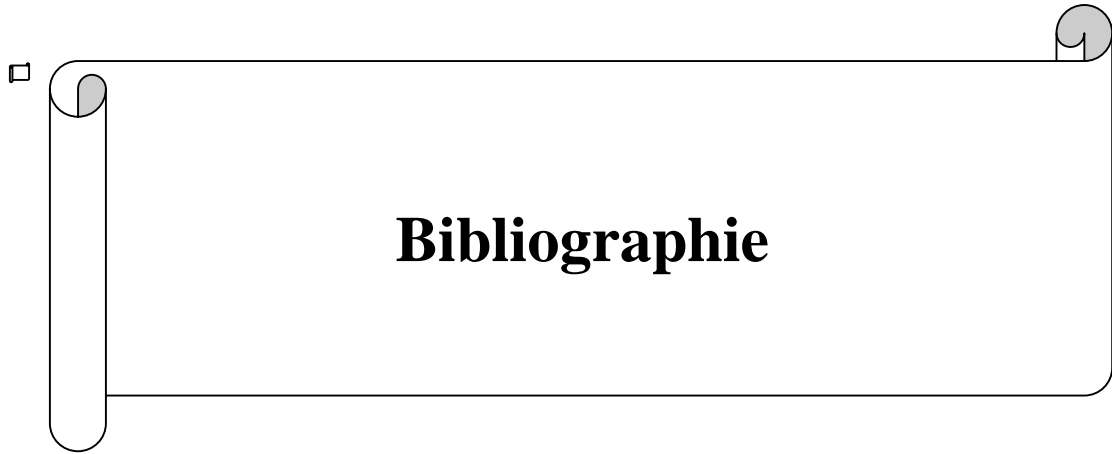
Durant la période 1990-1999, le résultat obtenu par la relation entre la masse monétaire, et le taux d'inflation, les deux variables évoluent dans deux sens différents.. de 1993 – 1994 le taux de d'accroissement de la masse monétaire a baissé , tandis que le taux d'inflation a augmenté, et de 1994-1995 le taux d'accroissement de la masse monétaire continue à diminuer tandis que le taux d'inflation à augmenter de même augmentation de taux de croissance de la masse monétaire de 1996-1998 est donnée avec une baisse de taux d'inflation. Concernant la relation entre les taux de croissance de crédits à l'économie et le taux d'inflation est inversé d'après les résultats, on remarque les deux variables évoluent différemment. A la période 1991-1992, le taux de croissance de crédit à l'économie a diminué contrairement au taux d'inflation qui est augmenté, et dans la période de 1997-1999 le taux de croissance de crédit à l'économie augmente, mais le taux d'inflation continue à baisser jusqu'à 2,6%.

Durant la période 2000-2012, on constate que les deux variables (M2, taux d'inflation) évoluent dans un sens différents. Le taux de M2 connaît une baisse continue sur la période 2002-2004, tandis que le taux d'inflation augmente continuellement. En 2012, le taux de croissance de M2 a connu une baisse importante par rapport à 2011 et le taux d'inflation a enregistré pour la première fois près de 9%. Concernant les crédits à l'économie, selon les résultats le taux de croissance de M2 et celui de l'inflation ont des évolutions différentes.

A partir de 2003, les résultats de l'inflation sont pas obtenu par les objectifs définis par apport à l'intervalle fixée dans le rapport 2004 , bien en deçà des cibles puisque la masse monétaire s'était accrue de 11,4%et les crédits à l'économie s'étaient accrus de seulement 11,2%, la cible d'inflation, le plafond de 3% est percés. En 2007, l'inflation a été maintenue dans la fourchette de 3% à 4% malgré une croissance monétaire importante.

Durant la période1990-2012, sur la durée de 22ans, soit 63,5% des résultats enregistré sur le cas ou les variables (M2, les crédits à l'économie et l'inflation) évoluent dans deux sens différents

On peut dire que la masse monétaire et les crédits à l'économie ne constituent pas les variables déterminantes de l'inflation. Cette dernière est influencée par d'autres variables notamment le taux de change et le taux de liquidité. L'exemple de la période d'ajustement structurel illustre bien cela. Les restrictions budgétaires ont limité la création monétaire par les secteurs non productifs. La série des dévaluations sont pour but d'atténuer la différence entre le cours du dinar sur le marché parallèle et la cotation officielle, et ajuster le taux de change nominal par rapport au taux de change réel. Ces deux variables ont permis d'endiguer l'inflation. Les explications plus profondes sont liées aux caractéristiques de l'économie algérienne, mono exportatrice en hydrocarbures et un poids important des importations dans les biens de production et de consommation finale.



Bibliographie

Bibliographie

I. Ouvrages

- ARTUS. P, « économie des taux de change », Ed, economica, 1997.
- BASSONI.M, « monnaie, théorie et pratique », 2^{ème} édition, sirey, paris, 1997.
- BIDAN.Y, « la détermination de taux de change », 2004.
- DEMOURGUES.M, « Macroéconomie monétaire », ED economica, paris 2000.
- FRIEDMAN.M, la monnaie et ses pièges, 1993, DUNOD, paris.
- ILMANE. M /C, « Regard sur la politique monétaire en Algérie », conseil national économique et social, mai 2005.
- JAFFRE .P, « monnaie et politique monétaire », 1993, 4^{ème} édition Economica, 75015 Paris.
- MISHKIN.F, « Monnaie, banque et marché financiers », Columbia University (Etats-Unis), 8^e édition.
- NAAS .A /K, le système Bancaire Algérien de la décolonisation à l'économie du marché, Maisonneuve et Larouse, Paris, 2003.
- PARENT. A, « l'espace monétaire et ses enjeux : taux de change, courbe des taux, politique monétaire », éditions, Nathan 1995-9, rue Méchain, 75014 Paris.
- PATAT.J/K, « monnaie, institutions financière et politique monétaire »,5^{ème} édition, paris, 1993.
- PATTERSON .B, SIEKIEWICZ .D et AVILA .X, « taux de change et la politique monétaire », Document de travail du parlement Européen, 2000.
- PLIHON. D: « la monnaie et ses mécanismes », REPERES, la découverte, paris, 2001.
- YAICIF. « précis de finance internationale », édition ENAG, Alger, 2008.

II. Mémoires et thèses

- GHANEM .L, « Essai d'analyse de l'impact des politiques monétaires sur le financement des investissements en Algérie », mémoire du magister Université de Bejaia, 2005.
- YESSAD.N et ZIDAT .R, « Essai d'analyse de la relation entre le taux de change et la politique monétaire en Algérie de 1970-2009 », mémoire du master Université de Bejaia, 2011.
- FTITI. Z, « politique de ciblage d'inflation, règle de conduite, efficacité, performance », thèse de doctorat en science économique Université de Tunis, 2010.

III. Rapports, Revues et Articles

- Banque d'Algérie (rapport, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010,2011), évolution économique et monétaire en Algérie.
- Banque d'Algérie, 2005, « évolution économique et monétaire en Algérie » juillet 2005.
- Guide des banques et des établissements financiers en Algérie, édition 2012, P14.
- ILMANE. M / C, « réflexion sur la politique monétaire en Algérie : objectifs, instruments et résultats », revue n°75, 2005.
- Instruction N°16/24 du 14 avril 1994 relative aux instruments de conduit de la politique monétaire et au refinancement des banques.
- Instruction N°28/95 du 22 avril 1995, portant l'organisation du marché monétaire.
- Réflexion sur la politique monétaire en Algérie : objectifs instruments et résultats.
- Samir BELLAL, 2010, la régulation monétaire en Algérie (1990-2007), revue de chercheur, 08 (2010) 15-24.

IV. Loi, règlements et instructions

- Loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit.
- L'ordonnance n°01-01 du 27 février 2001
- L'ordonnance 03-11 du 27 août 2003 relative à la monnaie et au crédit

- De l'ordonnance n°10- 04 du 16 ramadan 1431 correspondant au 26 août 2010.

V. Sites internet

- [www. Bank-of – algeria.dz](http://www.Bank-of-algeria.dz).
- www.ons.dz.

Liste des tableaux

Tableau N°0 : le taux de croissance de la masse monétaire, le taux des crédits à l'économie, et le taux d'inflation.....	39
Tableaux N°02 : Les résultats des objectifs de taux de liquidité, et le taux de change.....	44
Tableau N°03 : La relation entre la masse monétaire, le taux de crédit à l'économie, et le taux d'inflation.....	47
Tableau N°04 : les résultats des objectifs de taux de liquidité, et le taux de change.....	49

Listes des Figures

Figure n° 1 : Représentation graphique de taux de croissance de M2, taux de croissance des crédits à l'économie, et taux d'inflation annuel, en % durant cette période 1990-1999.....39

Figure n° 2 : Représentation graphique de taux de liquidité, et le taux de change durant la période 1990-1999.....41

Figure n° 3 : Représentation graphique de taux de croissance de M2, taux de croissance des crédits à l'économie, et taux d'inflation annuel, en % durant cette période 2000-2012.....47

Figure n°04 : Représentation graphique de taux de liquidité, et le taux de change durant la période 2000-2012.....49



Annexes

Annexes N°01 : Les expériences du ciblage d'inflation de différents pays

Pays	Date	Indice de cible	Cible	Horizon de la politique	Publications
Australie	Septembre 1994	Core CPI	Zone cible 2-3%	Indéfini	Rapports et projections d'inflation
Brésil	Juin 1999	Headline CPI	Cible ponctuel 1999 : 8% ($\pm 2\%$) 2000 : 6% ($\pm 2\%$) 2001 : 4% ($\pm 2\%$)	1 année	Rapports et projections d'inflation, extrait des Réunions, modèles de prévision d'inf.
Canada	Février 1991	Core CPI	Zone cible 1991 : 3-5% 1992 : 2-4% 1994 : 1,5-3,5% 1995-2001 : 1-3%	1991 : 22 mois Depuis 1992: plusieurs années 5 années	Rapports de politique monétaire et projections d'inflation
Chili	Janvier 1991	Headline CPI	Zone cible 1991 : 15-20% 1992 : 13-16% 1993 : 10-12% 1994 : 9-11%	1991 - 2000 : 1 année Depuis 2001: indéfini	Rapports d'inflation, extraits des réunions de Politique monétaire, projections d'inflation

			1995 : $\pm 8\%$ 1996 : $\pm 6,5\%$ 1997 : $\pm 5,5\%$ 1998 : $\pm 4,5\%$ 1999 : $\pm 4,3\%$ 2000 : $\pm 3,5\%$ Dep. 2001 : 2-4%		
Colombie	Septembre 1999	Headline CPI	Cible ponctuel 1999 : 15% 2000 : 10% 2001 : 8% 2002 : 6%	1 année depuis 2002 : plusieurs années 2 années	Rapports d'inflation
Rép. Tchèque	Janvier 1998	Core CPI	Cible ponctuel 1998 : 5,5-6,5% 1999 : 4-5% 2000 : 3,5-5,5% 2001 : 2-4% Dep. 2006 : 3%	1 année depuis 2001 : plusieurs années 3 années	Rapports d'inflation, extraits des réunions de Politique monétaire, projections d'inflation, rapports de stabilité financière
Finlande	Février 1993 – Juin 1998	Core CPI	Cible ponctuel 2% jusqu'à 1995	jusqu'à 1995 : plusieurs années depuis 1996 :	Rapports de stabilité financière, rapports annuels et décisions de politique monétaires.

				indéfini	
Israël	Janvier 1992	Headline CPI	<p>Zone Cible</p> <p>1992 : 14-15%</p> <p>1993 : 10%</p> <p>1994 : 8%</p> <p>1995 : 8-11%</p> <p>1996 : 8-10%</p> <p>1997 : 7-10%</p> <p>1998 : 7-10%</p> <p>1999 : 4%</p> <p>2000 : 3-4%</p> <p>2001 : 3-4%</p> <p>Dep. 2002 : 1-3%</p>	<p>1 année</p> <p>depuis 2001 :</p> <p>indéfini</p>	Rapports d'inflation depuis 1998
Coré	Janvier 1998	<p>au début :</p> <p>Headline CPI</p> <p>aujourd'hui :</p> <p>Core CPI</p>	<p>Zone cible</p> <p>1998 : 9% ($\pm 1\%$)</p> <p>1999 : 3% ($\pm 1\%$)</p> <p>2000 : 2,5% ($\pm 1\%$)</p> <p>depuis 2001 :</p> <p>3% ($\pm 0,5\%$)</p>	<p>1998-2000 : 1 année</p> <p>depuis 2001 :</p> <p>3 années</p>	Rapports d'inflation, annonces mensuelles de la direction de politique, extraits des réunions de politique. rapports de stabilité financière
Mexique	Janvier 1999	Headline CPI	<p>Cible ponctuel</p> <p>1999 : 13%</p>	<p>1998-2002 :</p> <p>1 année</p>	Rapports d'inflation depuis 2000

			2000 : < 10% 2001 : 6,5% 2002 : 4,5% depuis 2003 : 3%	depuis 2002 : indéfini	
Nouvelle Zélande	Mars 1990	au début : Headline CPI aujourd'hui : Core CPI	Zone cible 1990 : 3-5% 1991 : 2,5-4,5% 1992 : 1,5-3,5% 1993-1996 : 0-2% depuis 1997 : 1-3%	1990-1992 : 1 année 1993-1996 : plusieurs années depuis 1997 : indéfini	Rapports et projections d'inflation
Pérou	Janvier 1994	Headline CPI	Zone cible 1994 : 15-20% 1995 : 9-11% 1996 : 9,5-11,5% 1997 : 8-10% 1998 : 7,5-9% 1999 : 5-6% 2000 : 3,5-4% 2001 : 2,5-3,5% Dep. 2002 : 1,5-2,5%	1 année depuis 2003 : indéfini	Rapports d'inflation depuis 2002, notes informatives de la pol. mon. mensuelles

Pologne	Octobre 1998	Headline CPI	Cible ponctuel 1998 : < 9,5% 1999 : 6,6-7,8% 2000 : 5,4-6,8% 2003 : < 4% depuis 2004 : 2,5% (±1%)	1998-2000 : 1 année 2000-2003 : plusieurs années depuis 2003 : indéfini	Rapports d'inflation et d'exécution de la politique monétaire
Afrique du Sud	Février 2000	Core CPI	Zone cible Dep. 2003 : 3-6%	plusieurs années 3 années	Rapports d'inflation
Espagne	Novembre 1994 – Juin 1998	Headline CPI	Cible ponctuel Juin 1996 : 3,5-4% 1997 : 2,5% 1998 : 2%	jusqu'à 1996 : plusieurs années 1997-1998 : 1 année	Rapports réguliers du gouverneur a parlement, Rapports d'inflation depuis 1995
Suède	Janvier 1993	Headline CPI	Cible ponctuel depuis 1995 : 2% (±1%)	jusqu'à 1995 : plusieurs années depuis 1996 : indéfini	Rapports d'inflation depuis 1997, extraits des réunions de politique monétaire, projections d'inflation, rapports de politique soumis au parlement.

Suisse	Janvier 2000	Headline CPI	Borne supérieure < 2%	indéfini	Rapports et projections d'inflation
Thaïlande	Avril 2000	Core CPI	Zone cible 2000 : 0-3,5%	indéfini	Rapports et projections d'inflation, extraits des réunions de politique monétaire
Royaume Uni	Octobre 1992	CPI	Cible ponctuel 1992-1995 : 1-4% depuis 1996 : 2,5%	jusqu'à 1995 : plusieurs années depuis 1996 : indéfini	Rapports et projections d'inflation, modèles de prévision
Islande	Mars 2001	Headline CPI	Cible ponctuel 2,5% ($\pm 1,5\%$)	indéfini	Bulletin monétaire, projections d'inflation pour 2 années suivantes, prévisions
Hongrie	2001	CPI	Zone cible 3,5% ($\pm 1\%$)	plusieurs années au moins 2 années	Rapports d'inflation et de stabilité financière
Norvège	2001	CPI	Cible ponctuel 2,5%	indéfini	Rapports d'inflation, rapports de pol. annuels
Philippines	Janvier 2002	CPI	Zone cible 2005 : 5-6%	plusieurs années 2 années	Rapports d'inflation, extraits des réunions de pol

			2006 : 4-5%		
Roumanie	Août 2005	Headline CPI	Cible ponctuel 5%	plusieurs années 2 années	
Turquie	2006	Headline CPI	Cible ponctuel 2006 : 5% ($\pm 2\%$) 2007-2009 : 4% ($\pm 1\%$)	plusieurs années 3 années	Rapports d'inflations et de stabilité financière, extraits des réunions de pol.

Source : Le tableau de *Mishkin&Schmidt-Hebbel (2001)* a été mis au jour et complété par de nouveaux pays.

Table Des Matières

INTRODUCTION GENERALE	1
Chapitre I : LA POLITIQUE MONETAIRE	4
Section 01 : La politique monétaire selon les approches de la théorie économique.....	4
I.1.1. La théorie quantitative de la monnaie	4
I.1.2. Keynes et la politique monétaire.....	5
I.1.3. Les monétarisme	6
Section 02 : Les objectifs de la politique monétaire	7
I.2.1. Les objectifs finales	8
I.2.2. Les objectifs intermédiaires	9
I.2.2.1. Le choix des objectifs intermédiaire	10
I.2.2.2. Les type des objectifs intermédiaire	12
I.2.3. Les objectifs opérationnels	12
Section 03 : Les instruments de la politique monétaire	13
I.3.1. Les instruments d'intervention directe	13
I.3.1.1. La sélectivité du crédit	13
I.3.1.2. L'encadrement du crédit	13
I.3.1.3. Les taux directeurs	13
I.3.2. Les instrument d'intervention indirecte	14
I.3.2.1. L'intervention à taux fixe	14
I.3.2.2. L'intervention à taux variable.....	14
I.3.2.3. Les réserves obligatoire	15
Chapitre 02 : Evolution des politiques monétaires selon les objectifs intermédiaires définis	17
Section01 : Ciblage de taux de change	17
II.1.1. Histoire de la politique d'ancrage de taux de change	18

II.1.2. Les déterminant de taux de change	19
II.1.2.1. La parité de pouvoir d'achat	19
II.1.2.2.La parité des taux de d'intérêts	21
II.1.2.3.L'ajustement par la balance des paiements	22
II.1.3.Les avantages et inconvénients du ciblage de taux de change	22
II.1.4.Les différents pays adoptants cette politique	24
Section 02 : Le ciblage des agrégats monétaire	24
II.2.1.Le fondement théorique de l'objectif monétaire	24
II.2.2.Les différents pays adoptants cette politique.....	25
II.2.3.Les avantages et inconvénients l'ancrage monétaire	26
Section 03 : Le ciblage d'inflation.....	28
II.3.1.Définition du ciblage d'inflation	28
II.3.2. Les avantages et inconvénients du ciblage d'inflation	29
II.3.3.L'exemple des expériences des pays qui ont adoptés le ciblage	31
Chapitre 03 : La conduite de la politique monétaire en Algérie de 1990 à nos jours	34
Section01 : La politique monétaire en Algérie durant la période 1990-1999	34
III.1.1.Objectifs et instrumentes de la politique monétaire selon LMC.....	34
III.1.2. Objectifs et instruments de la politique monétaire durant du programme d'ajustements structurelle.....	36
III.1.3.La situation monétaire durant la période 1990-1999.....	38
III.1.3.1. La relation entre la masse monétaire, les crédits à l'économie, et l'inflation	39
III.1.3.2.Les autres objectifs	40
Section 02 : La politique monétaire durant la période 2000 à nos jours.....	42
III.2.1.Les objectifs et les instrumentes de la politique monétaire.....	42
III.2.2. Evolution de la situation monétaire en Algérie depuis 2000 à nos jours	46
III.2.2.1.La relation entre la masse monétaire, les crédits à l'économie, et l'inflation	46

III.2.2.2. Résultats des autres objectifs 48

CONCLUSION GENERALE..... 51

Bibliographie

Annexes

Tables des matières

Résumé

Cette étude analyse de l'évolution de la politique monétaire dans ces objectifs intermédiaire et son efficacité.

Durant la période de 1990 à 1999, les résultats obtenus en termes de relation entre la masse monétaire, le crédit à l'économie, et l'inflation, Ces variables évoluent dans des sens différent. Par conséquent on peut dire que la masse monétaire, et les crédits à l'économie ne constituent pas les variables déterminants de l'inflation. Cette dernière est influencée par d'autre variable notamment le taux de change.

Durant la période 2000 à 2012, est marquis par un résultat du : une relation inverse entre les variables (masse monétaire, les crédits à l'économie, et l'inflation), c'est- à -dire que ces variables ne évoluent pas dans le même sens.

On peut dire que la masse monétaire, et les crédits à l'économie ne constituent pas les variables déterminants de l'inflation. Cette dernière est influencée par d'autre variable notamment le taux de change. Car l'Algérie est un pays mono exportateur, et les importations à un poid important dans l'économie.

Mots clés : politique monétaire, masse monétaire, crédit à l'économie, taux de change, inflation.