

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEURE ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE-KOLEA-

Mémoire fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en Sciences financières
et comptabilités

Spécialité : Monnaie, finance et banques

THEME :

**L'impact du financement non conventionnel sur
l'économie algérienne**

Elaboré par :

HADJAMI Chaima

Encadré par :

Mr. BENZIADI Djamel

Lieu de stage : Banque d'Algérie.

2019/2020

Remerciement

Je remercie le bon dieu de m'avoir donné la force, le courage et la volonté qui m'ont permis de réaliser ce travail.

Toute ma reconnaissance s'adresse à monsieur BENZIADI djamel, mon encadreur, qui m'a aidé grâce à ses précieux conseils et à ses critiques constructives.

Je tiens aussi à remercier monsieur Mr BENBAHANE mohammed, directeur générale de la direction générale du réseau au niveau de la Banque d'Algérie, pour m'avoir fait confiance, et pour avoir montré un intérêt particulier à mon thème de recherche.

Je remercie particulièrement Mr BOUYAHIAOUI Abdelkrim le directeur du personnel, de m'avoir accordé l'opportunité de faire mon stage.

Je remercie, ensuite, ma famille dont le soutien est constant et inconditionnel. Notamment ma mère, mon père, mes frères et sœurs.

Mes remerciements vont aussi à mes amis qui se reconnaîtront et à toutes les personnes qui me sont chères. Par leur amour, leur honnêteté, leur soutien et leur écoute, ils m'ont aidé à mener ce travail à son terme.

Au niveau institutionnel, mes remerciements vont à l'école supérieure de commerce et plus particulièrement au corps pédagogique représenté par les professeurs qui nous ont assuré l'une des meilleures formations en Algérie.

J'exprime mes sincères remerciements, enfin, à tous ceux qui de près ou de loin ont contribué à la réalisation de ce travail. Qu'ils trouvent ici l'expression de ma profonde gratitude.

Merci a tous.

Dédicaces

A ma mère, qui a œuvré pour ma réussite, par son amour, son soutien et tous les sacrifices consentis. Aussi, sa présence dans ma vie, son assistance et ses précieux conseils puisse ce travail témoigné de ma profonde affection et de mon éternelle gratitude et reconnaissance.

A mon père, qui n'a pas cessé de me soutenir et de m'encourager durant toutes mes années d'étude. Je le remercie pour l'éducation inculquée pleines de valeurs.

A mes sœurs et mes frères qui ont toujours su m'épauler et m'encourager à me surpasser

A mes neveux et mes nièces, votre joie et votre gaieté me comblent de bonheur

A mes tantes et oncles que je chéris particulièrement

A mes amis qui ont toujours cru en moi et qui ont partagé mes folies Et à tous les êtres chers qui ont marqué ma vie à un moment donné

Je vous dédie cette contribution modeste

Je vous aime.

Hadjami chaïma

Sommaire :

<i>Introduction générale</i>	<i>A-C</i>
Chapitre 01 : Généralité sur le financement non conventionnel	1
Introduction du chapitre.....	2
Section 01 : La politique monétaire traditionnel : objectifs et instruments	3
Section 02 : Définition et concept de base du financement non conventionnels	19
Section 03 : Origine et objectifs du financement non conventionnel	32
Conclusion du chapitre.....	44
Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne	45
Introduction du chapitre.....	46
Section 01 : L'évolution de l'économie algérienne	47
Section 02 : Les grandes phases de la politique monétaire algérienne	66
Section 03 : le financement non conventionnel en Algérie	78
Conclusion du chapitre.....	85
Chapitre 03 : L'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne ...	86
Introduction du chapitre.....	87
Section 01 : Présentation de l'organisme d'accueil : La banque d'Algérie	88
Section 02 : La Stratégie de Financement non Conventionnel et son Impact en Algérie	93
Section 03 : Analyse et synthèse	106
Conclusion du chapitre.....	111
<i>Conclusion générale</i>	<i>112</i>

Liste des tableaux :

Numéro	Intitulé	Page
1	Mesures non conventionnelles des politiques monétaires	25
2	les inconvénients du système de planification centrale	48
3	L'évolution du taux d'accroissement (%) en volume du PIB, la PIB et le PIB hors hydrocarbures	64
4	Evolution de la masse monétaire et le produit intérieur brut (PIB) en Algérie (1964- 1985)	68
5	Evolution des taux d'inflation durant la période 1970-1979 en %	69
6	Les dettes d'extérieurs	73
7	Evolution des contreparties de la masse monétaire (1999-2011) en %	75
8	Evolution des composantes de la masse monétaire (2000-2011)	76
9	Variation moyenne de l'indice des prix a la consommation en fin décembre 2019	101
10	Taux de change des principales monnaies en décembre 2019	106

Liste des figures :

Numéro	Intitulé	Page
1	Canaux de transmission de la politique monétaire	9
2	Le carré magique KALDOR	10
3	Instruments de la politique monétaire non conventionnelle	32
4	Financement du budget de l'Etat de 2010 à juillet 2018	96
5	Titres émis par l'Etat de janvier 2012 à juin 2018	97
6	Les recettes et dépenses budgétaires 2000-2018	97
7	solde budgétaire global (2011-2017)	98
8	solde budgétaire hors hydrocarbures (2011-2017)	98
9	Croissance du PIB hors hydrocarbures réel en l'Algérie (2011-2017)	99
10	Croissance et déterminants de M2	100
11	l'évolution de l'inflation en Algérie	101
12	Evolution de taux de chômage en Algérie	102
13	croissance des crédits dans l'économie algérienne.	103
14	croissance de la liquidité, taux d'intérêt en Algérie (2011-2017)	104
15	croissance du taux d'intérêt réel en Algérie (1980-2018)	104
16	Evolution du taux de change en Algérie 2011-2017	105

Liste des abréviations :

ANDI : Agence Nationale de Développement de l'Investissement

ANGEM : Agence national de microcrédit

ANSEJ : l'Agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes

BCA : Banque Centrale d'Algérie

BCE : Banque centrale européenne

BCs : les banques centrales

BOJ : Banque centrale du japon

CAD: Caisse Nationale de Développement

CBPP: Covered Bond Purchase Program

CE: credit easing

CGCI : Caisse de Garantie de Crédits d'Investissement pour les PME

CNEP : Caisse Nationale d'Épargne et de Prévoyance

CPFF: Commercial Paper Funding Facility

DTS: droit de tirage spécial

FED: Federal Reserve

FG : Forward guidance

FGAR : Fonds de Garantie des Crédits aux PME

FMI : fond monétaire international

FNI : Fonds National d'Investissement

FRR : Fonds de Régulation des Recettes

IDE : l'encouragement des investissements étrangers

LSAPs: Large-scale asset purchases

MBS : Mortgage Backed Securities

MM : masse monétaire

OMC : L'Organisation mondiale du commerce

OMT : Outright Market Transactions

ONS: Organisation national des statistiques

OPCVM : Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières

PAS : Programme d'Ajustement Structurel

PCSC : Programme Complémentaire de Soutien à la Croissance

PDR : prêteur en dernier ressort

PIB HH: PIB hors hydrocarbures.

PIB : produit intérieur brut

PME : petite ou moyenne entreprise

PMNC : politiques monétaire non conventionnelles.

PNDA : programme spécial pour le développement de l'agriculture

PSRE : Programme de Soutien à la Relance Economique

QE : Quantitative Easing

QQE : L'assouplissement quantitatif et qualitatif

SMP: Securities Market Programme

TAF: Term Auction Facility

TARP: Troubled Asset Relief Program

USA : Etats-Unis

Résumé

Ce mémoire a pour objet de présenter la conduite du financement non conventionnel et ses différents instruments qu'elle fournit pour garantir la stabilité économique et son impact sur l'économie sur l'économie algérienne.

La nécessité du recours au financement non conventionnel est l'inefficacité des politiques monétaire traditionnelles, il s'agit de nouveaux instruments adoptées par la plupart des centrales des pays développés et moins développés, depuis l'éclatement de la crise financière à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, et ils peuvent prendre plusieurs formes selon les priorités des banques centrales.

Notre cas pratique porte sur l'analyse de la stratégie adopté par les autorités algériennes suite à la mise en place du financement non conventionnel au profit du trésor, d'apporter des éclairages sur la conduite de la politique monétaire dans ce contexte et de mettre en exergue ses avantages et ses inconvénients. Les résultats de notre analyse indiquent que le financement non conventionnel a un impact négatif sur notre économie.

Mots clés : Financement non conventionnel-politique monétaire traditionnelle-banque centrale-instruments non conventionnels- Banque d'Algérie.

Abstract

The purpose of this thesis is to present the conduct of unconventional financing and the various instruments it provides to guarantee economic stability and its impact on the economy on the Algerian economy.

The need for recourse to unconventional financing is the ineffectiveness of traditional monetary policies, these are new instruments adopted by most of the power stations of developed and less developed countries, since the onset of the financial crisis following the bankruptcy of the Lehman Brothers bank in September 2008, and they can take several forms depending on the priorities of central banks.

Our practical case concerns the analysis of the strategy adopted by the Algerian authorities following the establishment of unconventional financing for the benefit of the treasury, to shed light on the conduct of monetary policy in this context and to put in place highlights its advantages and disadvantages. The results of our analysis indicate that unconventional financing is having a negative impact on our economy.

Keywords: Unconventional financing- traditional monetary policy- central bank- unconventional instruments- Bank of Algeria.

Introduction générale

Introduction générale

Aujourd'hui, le simple jeu du marché ne suffit plus à rétablir les équilibres fondamentaux des économies capitalistes. C'est pourquoi l'intervention de l'État devient nécessaire : on parle de régulation étatique. L'État élabore pour cela une « politique monétaire ». La politique monétaire est l'action par laquelle l'autorité monétaire, en général la banque centrale, agit sur l'offre de monnaie dans le but de remplir son objectif de triple stabilité, à savoir la stabilité des taux d'intérêts, la stabilité des taux de change et la stabilité des prix. Elle est devenue un axe principal de la politique économique, parmi ces instruments l'injection de la monnaie.

Pour bien comprendre l'évolution de la politique monétaire, spécialement dans les pays développés, il est très judicieux de faire, entre autres possibilités, une analyse de la mise en œuvre de cette politique, avant et après la crise mondiale de 2008. En effet, dans la conduite de leurs politiques monétaires durant les quelques décennies avant la crise (depuis le milieu des années quatre-vingt), les banques centrales (BCs), en particulier celles des pays développés, utilisaient la méthode classique, à travers les instruments traditionnelles avec plus au moins de succès pendant la période de la Grande Modération. Cependant cela n'était que temporaire et le crash de 2008 a mis fin au succès supposé de la politique monétaire de ces pays et a mis en question, les banques centrales (BCs) se sont alors mises à mettre en œuvre de nouveaux instruments, appelés instruments non conventionnels. En fait pas si nouveaux que cela, car certains tout au moins de ces instruments non conventionnels ont déjà été utilisés, certes sans succès, par le Japon dans les années quatre-vingt-dix (durant la décennie perdue).

Dans le cas algérien, après la chute des prix du pétrole en 2014 l'Algérie met en marche la planche à billets, la Banque centrale a choisi pour rendre public une note dans laquelle elle dit avoir été contre l'option du financement non conventionnel. Selon la BA le recours à la planche à billets n'était prévisible afin de faire face au manque de liquidité constaté dans les banques. Dans sa réponse, la Banque d'Algérie avait affirmé que les instruments conventionnels de politique monétaire n'avaient pas « atteint leurs limites ». Même les arguments qui sont avancés par l'exécutif afin de justifier le recours à ce genre de financement, ou il a évoqué le cas des Etats-Unis, ou bien du Japon, qui ont aussi utilisé cette méthode, la Banque d'Algérie a notifié pour le gouvernement qu'il n'y a pas de similitudes entre les situation de ces pays et le cas de l'Algérie, mais malgré cela, la BA a été obligée, faute de son indépendance, d'appliquer les directives venant du gouvernement, qui a même

Introduction générale

procédé à la modification de la loi sur la monnaie et le crédit pour qualifier juridiquement son acte. Maintenant que la première institution financière responsable de la politique monétaire du pays a reconnu qu'elle a été obligé d'aller contre son gré pour imprimer plus de 6000 milliards de dinars.

Ce travail a pour objectif de mettre en évidence le cadre théorique du financement non conventionnel, son origine et ses instruments. Aussi, la conduite du financement non conventionnel en Algérie et son impact sur quelques indicateurs macroéconomique.

Problématique

A la lumière de tout ce qui précède nous tenterons dans ce mémoire de répondre à la problématique suivante :

Qu'est ce que le financement non conventionnel et quel est son impact sur l'économie algérienne ?

Les questions secondaires

A fin de mieux cerner cette problématique, nous posons les sous questions suivantes :

- Qu'est ce que la politique monétaire traditionnel ? en quoi consiste le financement non conventionnel ?
- Comment l'économie algérienne a été évoluée et quel est la politique monétaire pour chaque période ?
- Quel est l'impact du financement non conventionnel sur quelques indicateurs macroéconomique en Algérie ?

Hypothèses

Dans le but d'apporter une réponse à ces questions, nous avons jugé utile de formuler les hypothèses suivantes :

H 01 : la politique monétaire traditionnel est un instrument de la politique économique qui a pour but la stabilité des prix, et le financement non conventionnel consiste à utiliser les ressources de la banque centrale pour couvrir des obligations du trésor.

H 02 : l'économie algérienne a connu plusieurs phases essentielles ainsi que la politique monétaire

Introduction générale

H 03 : la spirale inflationniste est le risque majeur du financement non conventionnel en Algérie.

Importance et limites de la recherche

- C'est un sujet d'actualité qui a touché plusieurs pays du monde ainsi notre pays.
- L'application du financement non conventionnel en Algérie.
- Connaître l'impact de ce mode de financement sur notre économie.
- La principale difficulté rencontrée dans notre recherche est la non disponibilité de l'information.
- En matière théorique, l'insuffisance de documentation et les ouvrages concernant le financement non conventionnel en Algérie.
- Eloignement du lieu de stage et l'inconfort des moyens de transport.

L'approche méthodologique

Pour répondre aux questions précédentes, nous avons suivi une méthodologie mixte, qui regroupe une approche descriptive et une autre analytique :

- L'approche descriptive est utilisée lors de la présentation du cadre théorique, dans lequel nous avons eu recours aux ouvrages, thèses de recherches, revues et réglementations et autres recherches bibliographiques.
- Quant à l'approche analytique, elle est utilisée lors de la présentation des données et les résultats obtenus dans le cas pratique

Plan de la recherche

Après plusieurs recherches, nous avons estimé scinder notre travail en trois chapitres :

- ✓ Le premier chapitre a pour objectif, de définir les notions de base des politiques monétaires traditionnelles, ainsi nous intéresserons aux politiques monétaires non conventionnelles, ses instruments, son origine et ses objectifs.
- ✓ Tandis que le deuxième chapitre, nous allons présenter l'évolution de l'économie algérienne et différents phases de la politique monétaire en Algérie jusqu'à le recours au financement non conventionnel.
- ✓ Quant au dernier chapitre, il sera consacré au volet pratique, il portera donc une étude de cas sur le financement non conventionnel en Algérie et son impact socio-économique.

Chapitre 01 :
Généralités sur le
financement non
conventionnel.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Aujourd'hui le financement non conventionnel fait l'objet de débat, Certaines économistes avancent que cette politique non conventionnelle n'est pas une mauvaise solution, il peut être une nécessité de survie. Le financement non conventionnel ou la planche à billets fabrique des signes monétaires, de la liquidité par la banque centrale, ce qui augmente la masse monétaire dans l'économie. Sachant qu'il faut impérativement que les deux puissent grandir dans les mêmes proportions. Il s'agira, d'accroître la production de biens et de services. Plusieurs gouvernements font appel à la planche à billet, qui reste une opération très simple. Mais, la production des entreprises peut-elle augmenter aussi vite que M , alimentée par la planche à billets ?

Avant de commencer notre étude, il nous a apparu important de donner un aperçu général sur le financement non conventionnel, Le but de ce chapitre est de fournir un aperçu général de ces politiques monétaires non conventionnelles, pour ce faire, nous avons jugé utile de partager le chapitre de la manière suivante :

La première section est basée sur les politiques monétaires traditionnelles, définition, les principales théories, ces objectifs et ses instruments. La seconde section traitera la définition des politiques monétaires non conventionnelles et ses instruments. Enfin la troisième section sera consacrée aux objectifs et origine des PMNC.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Section 01 : La politique monétaire traditionnel : objectifs et instruments.

La politique monétaire est un instrument de la politique économique, à côté de la politique budgétaire et de la politique de change, elle consiste à fournir les liquidités nécessaires au bon fonctionnement et à la croissance de l'économie tout en veillant à la stabilité de la monnaie. Dans cette section ; notre but est de donner un bref aperçu sur la politique monétaire traditionnel, son objectif et ses instruments.

1. Définition et principales théories de la politique monétaire :

1.1 Définition de la politique monétaire :

D'après COUPPEY-SOUBEYRAN, J, la politique monétaire désigne « l'ensemble des décisions et des actions mises en œuvre par les autorités monétaires afin d'atteindre des objectifs en matière de croissance, d'inflation, de taux de change ou d'emploi »¹.

Pour BAILLY, J-L, la politique monétaire est « l'ensemble des actions développées par une Banque centrale et/ou un gouvernement pour influencer le niveau d'activité économique et maintenir la stabilité des prix grâce à la régulation de la quantité et des coûts de la monnaie »².

La politique monétaire est aussi définie comme étant « un instrument de la politique économique au même titre que la politique fiscale, sociale...etc. Elle régule la création de la monnaie et consiste donc à fournir des liquidités nécessaires au bon fonctionnement de l'économie tout en veillant à la stabilité de la monnaie. La politique monétaire doit être compatible avec les objectifs du gouvernement »³.

Enfin, Selon BENASSY, A la politique monétaire est « l'art de manier les taux d'intérêt directeurs pour atteindre l'objectif de la stabilité des prix »⁴.

Donc on peut conclure que la politique monétaire représente l'un des principaux instruments de la politique économique et c'est l'ensemble des moyens dont disposent les autorités

¹COUPPEY-SOUBEYRAN, J. Monnaie, Banque, Finance. 2e éd. Paris : Edition PUF, 2012.p.229.

² BAILLY, J-L., CAIR, G., FIGLIUZZI, A et LELIEVRE, V. Economie monétaire et financière. 2^{ème} éd. Paris : Edition Bréal, 2006, p.217.

³PATAT. J, «la monnaie, institutions financières et politique monétaire », 5e édition Economica, Paris 1993, P362.

⁴BENASSY, A. Politique économique.1 ère éd. Paris : Edition Boeck, 2004, p.120.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

monétaires pour contrôler la masse monétaire par des instruments afin d'assurer le bon fonctionnement de l'économie.

1.2 Les principales théories de la politique monétaire :

Les théories monétaires s'opposent sur le rôle de la monnaie dans l'économie ; les classiques et néoclassiques considèrent que la monnaie est neutre, les keynésiens affirment que la monnaie active et qu'elle peut être utilisée pour améliorer les performances économiques et les monétaristes pensent que la monnaie est active mais que son utilisation est surtout nocive à l'économie.

1.2.1 La théorie quantitative de la monnaie :

L'économiste français Jean Baptiste Say a formulé en 1805 la loi des débouchés selon laquelle « l'offre crée sa propre demande »¹. L'argent procuré par la vente d'un produit est nécessairement remis en circulation. Donc « tout produit est en lui-même un débouché à d'autres produits pour le montant de sa valeur »².

La monnaie ne saurait être conservée pour elle-même mais seulement comme moyen de règlement. Elle n'est qu'un voile qui masque la réalité des échanges. Elle est neutre dans le sens qu'elle n'exerce aucune action sur la sphère réelle de l'économie, c'est à dire sur la production de biens et services et la quantité de monnaie en circulation n'exerce une influence que sur le niveau général des prix. La théorie classique met l'offre et la demande en relation directe, c'est-à-dire la production de biens et services, construit une valeur qui est transformée en revenus. Ces revenus sont distribués aux agents sous forme de salaires, profits, intérêts, dividendes. La monnaie reçue est dépensée pour acquérir des produits de consommation ou d'investissement. La demande globale est égale à l'offre globale et de ce fait, l'équilibre économique est toujours réalisé. Si l'offre augmente, la demande augmente et si l'offre diminue, la demande diminue. La flexibilité à la baisse des prix permet de diminuer la production d'un bien qui fait l'objet d'une surproduction. La flexibilité à la hausse des prix permet de limiter une forte demande à laquelle il serait impossible de répondre. La théorie quantitative de la monnaie est la formulation de l'idée des économistes classiques qui considèrent la monnaie comme un voile derrière lequel les biens s'échangent contre des biens.

¹THIERRY T, « l'essentiel de la macro-économie », 4^{ème} édition, Goualions, éditeur, 2008, P98.

²BRANA S, CAZALS M et KAUFFAMANN P, « Economie Monétaire et financière », Dunod, Paris, 2003, P35.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Selon cette approche :

$$MV = TP$$

Où

V : la vitesse de circulation de la monnaie, supposée être constante ;

M : la liquidité de la monnaie en circulation (la masse monétaire) ;

P : le niveau général des prix ;

T : le volume des transactions, variable exogène dépendant de factures réels non financiers.

Pour cette approche, de PIGOU, elle est résumée par deux effets : « effet d'encaisses nominales et effet d'encaisses réelles »¹. Dans cette approche, il suppose que les agents économiques ne sont pas sujets à l'illusion monétaire. Lorsque ces derniers perçoivent une augmentation de leurs encaisses nominales suite à une augmentation de l'offre de monnaie, ils vont augmenter leurs demandes sur biens et services, cela va se traduire par une expansion des prix. Cette situation est synonyme d'une baisse des encaisses réelles pour les agents économiques qui sont donc astreints de baisser leurs demandes de biens et services afin de permettre la reconstitution des encaisses en valeur réelle. De cette approche, Pigou veut démontrer que l'expansion de l'offre de monnaie n'aura d'effet que sur le niveau général des prix.

Pour Marshall et Pigou issus de l'école de Cambridge, ils considèrent que la demande de monnaie est due à la volonté des individus de détenir des liquidités pour effectuer leurs transactions.

L'équation des échanges de Fisher fut transformée par eux en une fonction de demande de monnaie qui s'écrit comme suit :

$$M = k \cdot P \cdot Y$$

Où

M : la demande de monnaie ;

P : le niveau général des prix ;

¹ BEZIADE M, «la monnaie », 2^{ème} édition, Masson, Paris, 1985, P 388

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Y : le niveau du revenu ;

K : la production ;

Contrairement à l'approche de Fisher, la relation de Pigou et Marshall se place dans un contexte individualiste. Lorsque les agents s'aperçoivent d'une augmentation de leur encaisse réelle M/P ils chercheront à maintenir leur pouvoir d'achat stable, cela les oblige à augmenter leur transaction et exercer une pression sur les prix, ce qui provoque leur hausse jusqu'au niveau initial des encaisses réelles.

La théorie quantitative considère alors que la monnaie est neutre. Elle est détenue pour être dépensée et que le niveau des prix varie proportionnellement. Cette relation peut être affectée par les changements réels des individus ainsi que le développement des produits financiers qui peuvent se substituer à la monnaie comme moyen de paiement¹.

1.2.2 La théorie keynésienne :

Contrairement à la théorie quantitative, la théorie keynésienne ne considère pas la monnaie comme un simple intermédiaire des échanges mais elle a sa propre utilité.

Keynes identifie trois motifs de détention dont les déterminants permettent de construire la fonction de demande de monnaie :

- **Motif de transaction** : correspond au besoin de monnaie pour la réalisation des échanges quotidiens ;
- **Le motif de spéculation** : résulte des incertitudes sur les variations futures des taux d'intérêts et ses conséquences entraînent l'arbitrage entre détention de la monnaie ou détention de titres ;
- **Motif de précaution** : confronté à leurs incertitudes sur les recettes et dépenses futures, les agents souhaitent maintenir une réserve liquide pour faire face aux changements imprévus.

La politique monétaire keynésienne vise comme objectif ultime, la conciliation entre l'inflation et le chômage, et comme objectif intermédiaire le taux d'intérêt. Une politique monétaire restrictive, avec l'augmentation du taux d'intérêt, permet de lutter contre les tensions inflationnistes et lorsque l'économie est en situation d'expansion de la demande, elle

¹ BENHARRAT Amal/ SNASNI Selwa « Essai d'analyse de l'efficacité des instruments de la politique monétaire en matière d'objectifs de la Banque d'Algérie », mémoire master 2017/2018, P6.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

entraîne un risque d'inflation. À l'inverse, en période de hausse du chômage, une politique monétaire expansive avec une diminution du taux d'intérêt doit permettre de relancer l'activité et stimuler l'investissement.

L'efficacité de la politique monétaire dépend de la réalisation de deux conditions : l'accroissement de l'offre de monnaie doit conduire à une baisse du taux d'intérêt, or cette condition n'est pas toujours vérifiée, en particulier dans une situation de trappe à la liquidité.

Dans ce cas, la demande de monnaie pour motif de spéculation absorbe tout le supplément de monnaie offerte¹. Au second lieu, la baisse de taux d'intérêt doit se traduire par une reprise l'investissement. Comme l'efficacité de la politique monétaire est soumise à ces conditions, les keynésiens appréhendent la politique monétaire comme un instrument d'accompagnement de la politique budgétaire. On parle à ce propos de Policy Mix. Dans l'optique keynésienne, la politique monétaire est imprévisible et relève d'interventions arbitraires.

1.2.3 La politique monétaire dans la pensée monétariste :

Apparue à la fin des années soixante, la politique monétariste est une politique monétaire préconisée par les économistes libéraux, dont Milton Friedman (1912-2006, prix Nobel d'économie en 1976) comme leur chef de file². Friedman est venu critiquer la courbe de Philips, en lui reprochant d'être valable seulement à court terme, par contre à long terme elle devient une simple droite verticale, pour, aucune politique de relance ne parviendra à faire baisser le taux de chômage durablement.

Pour Friedman, il est vrai que dans un premiers temps la relance diminuera le chômage et en contrepartie elle augmentera l'inflation. Mais étant donné que les salariés sont des agents économiques rationnels et ne sont pas victimes d'illusion monétaire, ils vont se rendre compte rapidement que leur pouvoir d'achat a baissé avec l'accroissement de l'inflation. Cela va amener les salariés par la suite à réclamer à leur employeur des augmentations dans leurs salaires, les entreprises supporteront ainsi, une hausse de main d'œuvre qui les pousse à recourir au licenciement, le chômage reviendra alors à son niveau initial, une nouvelle relance économique produira les mêmes effets.

Contrairement aux keynésiens, les monétaristes ne croient pas à la possibilité d'un arbitrage entre inflation et chômage, pour eux la politique monétaire ne doit avoir qu'un seul objectif,

¹ Lelievre V, « économie monétaire et financier », 2^{ème} édition, BREAL, Rome, 2006, page 108.

² COUPPEY-SOUBEYRAN, J. Op.cit., p.233.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

c'est celui de lutter contre l'inflation. Pour atteindre cet objectif, le meilleur moyen consiste à agir sur l'évolution des agrégats monétaires qui composent la masse monétaire, comme le préconise la théorie quantitative de la monnaie (l'inflation est le résultat de l'accroissement de la masse monétaire)¹.

Il convient ici d'évoquer les principales composantes de la masse monétaire :

- **M1** : c'est l'agrégat le plus étroit il désigne la monnaie au sens strict, ainsi il inclut les pièces, les billets et les dépôts à vue détenus par des agents non financiers résidents ;
- **M2** : englobe M1 et les dépôts à terme jusqu'à deux ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à 3 mois ;
- **M3** : c'est l'agrégat le plus large inclus M2 et les instruments négociables sur le marché monétaire, émis par les institutions financières et monétaires et qui représentent des avoirs dont le degré de liquidité est élevé, avec peu de risque de capital en cas de liquidation (OPCVM monétaires, certificats de dépôts) ;
- **M4** : englobe M3, les bons de Trésor, les billets de trésorerie et les bons à moyen terme émis par les sociétés financières.

1.2.4 Les nouveaux classiques :

La théorie néoclassique prend son essor à partir des années 1970 par les économistes Luca et wallace, qui remettent en cause les hypothèses défendues par la théorie keynésienne après l'augmentation du chômage et l'inflation durant cette période.

Les néo-classiques sont venus à l'appui des thèses monétaristes, en introduisant une hypothèse plus radicale : celle des anticipations des agents économiques. Au début, les agents économiques formaient leurs anticipations à partir de leur expérience passée ; l'anticipation du taux d'inflation future était perçue comme la moyenne des taux d'inflation passée. Les anticipations formées de cette façon par les agents sont dénommées anticipations adaptatives, c'est-à-dire qui ne se corrigent qu'avec un délai qui est en fonction de l'écart entre les valeurs anticipées et les valeurs réalisées des variables. C'est cette hypothèse qui justifiait que les agents puissent être trompés par les chocs inflationnistes².

Par conséquent, les agents économiques ne peuvent se contenter d'un processus d'anticipation qui les conduit à être systématiquement trompés, donc ils formulent des anticipations

¹COUPPEY-SOUBEYRAN, J. Op.cit., pp. 234,236.

²DELAPLACE Ghislain, « Histoire de la pensée économique », Dunod, Paris, 2008, Page 127.

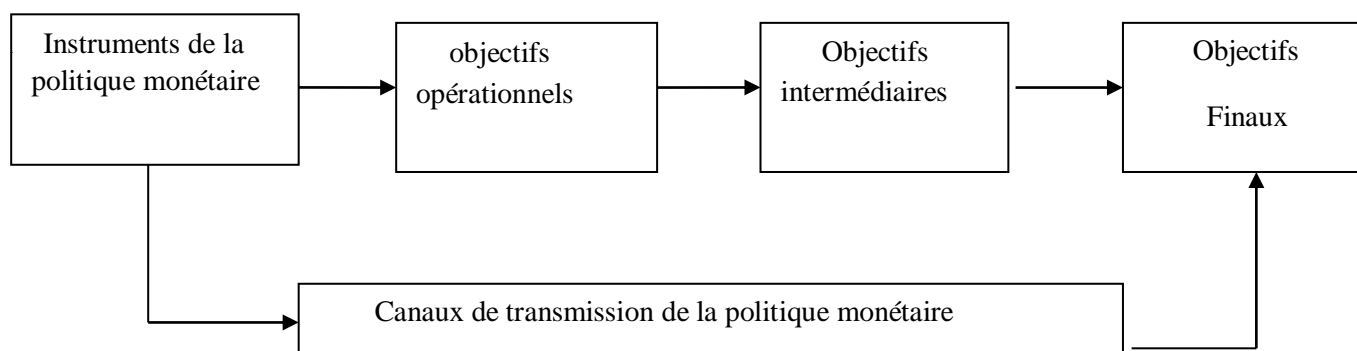
Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

rationnelles. Dès lors qu'ils tirent parti de toute l'information disponible pour établir leurs prévisions, les agents économiques sont supposés savoir qu'une augmentation de la masse monétaire doit se traduire par une hausse équivalente du niveau général des prix. Si les agents rationnels connaissent la règle de la politique monétaire suivie par les autorités, tout changement de cette règle les amène à modifier leurs anticipations de prix, ce qui enlève toute efficacité à une intervention purement nominale sur l'économie. La politique monétaire est donc totalement impuissante¹.

2 Les instruments et les objectifs de la politique monétaire :

Le fonctionnement de la politique monétaire est traditionnellement présenté à partir d'une grille d'analyse qui relie ses instruments à ses objectifs finaux, en faisant jouer différents canaux de transmission selon le schéma suivant :

Figure N°01 : canaux de transmission de la politique monétaire.



Source : Dominique Plihon, «la monnaie et ses mécanismes », 3e édition La Découverte, Paris 2003, p86.

2.1 Les objectifs de la politique monétaire :

La politique monétaire est une composante de la politique économique générale, les objectifs de la politique monétaire rejoignent ainsi les objectifs de la politique économique qui sont : la stabilité des prix, la croissance économique et le plein emploi, l'équilibre extérieur (équilibre des comptes de la balance des paiements) et la stabilité du système financier.

Les pouvoirs publics ne peuvent pas agir directement sur ces objectifs. En revanche, ils peuvent agir efficacement sur certaines variables de l'économie qui elles-mêmes influencent sur ces objectifs finaux.

¹DELAPLACE Ghislain, « Histoire de la pensée économique », Dunod, Paris, 2008.op.cit, page 129.

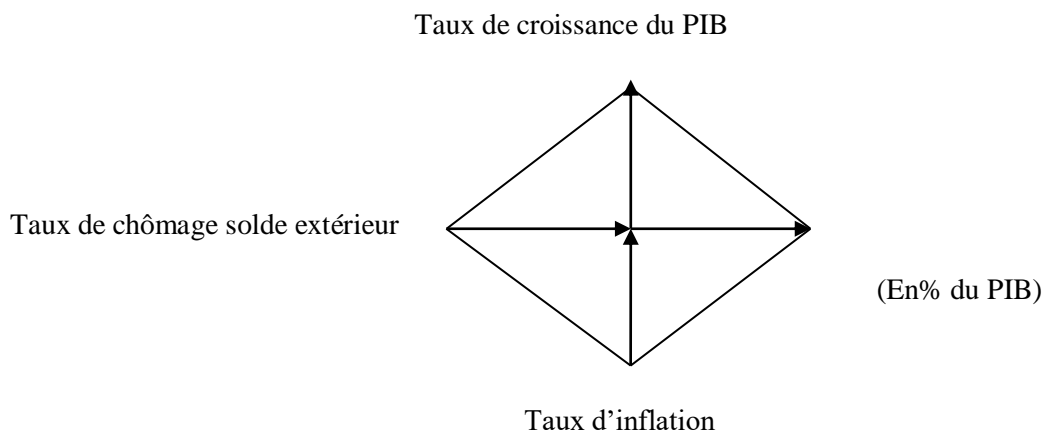
Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Les objectifs de la politique monétaire se déclinent pour les autorités monétaires en trois types, à savoir : Les objectifs intermédiaires, opérationnels et finals¹.

2.1.1 Les objectifs finals :

Ses objectifs finaux sont donc, en principe, ceux de la politique économique générale. Ceux-ci peuvent être présentés par le carré magique schématisé ci-dessous, dont les quatre sommets :

Figure N°2 : le carré magique KALDOR



Source : COUPPEY-SOUBEYRAN, J. Monnaie, Banque, Finance. Op.cit. 2^eéd. Paris: Edition PUF, 2012.p.231.

- **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 toute politique économique dont le but est de rechercher un meilleur niveau de production et à atteindre une croissance stable et durable. Elle est 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.

¹PLIHON, D. Op.cit., p.88.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- **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 production 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.

2.1.2 Les objectifs intermédiaires :

En clair, l'action des autorités monétaires doit tenter de viser un « bon » niveau de croissance de la masse monétaire, un « bon » niveau de taux d'intérêt et un « bon » niveau de taux de change, le tout en facilitant une « bonne » allocation des ressources financières de la nation. En pratique, les objectifs intermédiaires sont de trois sortes et sont ciblés donc sur des variables mesurant des quantités ou des prix : les agrégats monétaires, les taux d'intérêt, les taux de change. Le choix de l'objectif intermédiaire dépend essentiellement des deux séries de facteurs¹.

A. Le choix des objectifs intermédiaires :

- **Le contexte institutionnel :**

Lorsque l'intermédiation bancaire est le principal circuit de financement de l'économie, un agrégat mesurant le crédit bancaire peut apparaître comme le meilleur objectif intermédiaire ; ce rôle plutôt dévolu au taux d'intérêt si la finance directe de marché joue un rôle pondérant. Lorsqu'un pays opte pour un régime de change fixe (comme est le cas du système monétaire européen), le taux de change peut être retenu comme un objectif intermédiaire.

¹Dominique Plihon, Op.cit., P 87-88

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- **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. Ce choix obéissait au double postulat issu de la théorie quantitative de la monnaie, et qui affirme qu'il existe un lien étroit entre la monnaie en circulation et le rythme d'inflation, sachant que l'offre de monnaie est exogène, c'est-à-dire contrôlée par les autorités monétaires. Entant donner que ces postulats sont loin d'être vérifiés, un nombre croissant de pays ont été amenés à abandonner cet objectif intermédiaire.

B. Les types d'objectifs intermédiaires :

- **L'objectif de taux d'intérêt :**

Les taux d'intérêt peuvent constituer un bon objectif intermédiaire dans la mesure où ils sont facilement mesurables. Et même si les autorités monétaires ne peuvent intervenir directement sur ces taux, elles peuvent, toutefois, se fixer comme objectif intermédiaire un certain niveau de ces taux et agir sur eux indirectement à travers des taux de refinancement, c'est-à-dire à travers des taux auxquels les banques obtiennent de la monnaie centrale. Enfin, le niveau des taux d'intérêts de même que l'évolution de ces taux influencent le comportement des agents. Par exemple si les taux d'intérêts sont élevés, ils favorisent les placements financiers et l'épargne au détriment de l'investissement et de la consommation. Si l'objectif final de la politique monétaire est la relance, les autorités monétaires peuvent tenter de faire baisser ces taux afin de favoriser l'investissement et la consommation et donc la demande de biens et services. Inversement, si l'objectif est de lutter contre l'inflation, les autorités monétaires peuvent se fixer comme objectif intermédiaire de relever les taux d'intérêts de façon à réduire la demande de biens et services.

Le niveau du taux d'intérêt et son évolution influence le comportement des agents économiques. Les autorités monétaires devraient donc trouver les taux d'intérêts les plus significatifs qui peuvent être contrôlés facilement aux moyens de leurs interventions sur le marché monétaire.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- **L'objectif de taux de change :**

Le taux de change d'une monnaie est, en principe, représentatif des conditions économiques d'une nation. En maintenant ce taux de change proche de son niveau de parité du pouvoir d'achat, que ce soit par des interventions de la banque centrale sur le marché des changes ou par des taux d'intérêts appropriés, la politique monétaire peut contribuer à l'équilibre économique générale.¹

Dans une économie qui effectue de nombreux échanges avec l'étranger, le niveau de taux de change peut être retenu comme objectif intermédiaire. Il représente en effet les qualités requises pour être un bon objectif intermédiaire. Il est mesurable, facilement influençable par les autorités monétaires à l'aide des instruments dont elles disposent et, enfin, on peut considérer que sa liaison avec les objectifs finaux tels que la stabilité des prix, la croissance est assez forte. Si les autorités décident de baisser les taux auxquels elles refinancent les banques, cette baisse va générer des différents taux d'intérêts. Les capitaux sont alors moins bien rémunérés dans le pays : ils vont aller se placer là où les taux sont relativement plus importants, c'est-à-dire à l'étranger. Ces mouvements de capitaux se traduisent alors par une vente de la monnaie nationale et par une baisse de la valeur externe de la monnaie, c'est-à-dire une baisse de taux de change. Cette baisse de taux de change va engendrer une compétitivité accrue des entreprises nationales dont les prix en monnaies étrangères auront baissé, ce qui peut se traduire par une augmentation des exportations, source de croissance, mais cette baisse de taux de change va aussi générer une hausse des prix des produits importés dans les pays, ce qui, si le montant des importations ne peut être réduit dans cette économie, peut se traduire par une hausse des prix par effet de contagion².

Un taux de change stable et fort a des effets favorables sur la valeur interne de la monnaie car il évite d'importer l'inflation extérieure et à contribue, de ce fait à la stabilité des prix. Cet objectif agit sur l'équilibre extérieur. Il vise essentiellement à dégager un solde commercial positif et à contribuer à la croissance économique. Par exemple, une dévaluation de la monnaie nationale améliore la compétitivité des entreprises, favorise les exportations et détériore les importations.

¹PATATJ-K, « monnaie, institutions financières et politique monétaire », 5^{ème} édition, ECONOMICA, paris, op.cit, 1993.

²DELAPLACE M, « monnaie et financement de l'économie », Paris, 2003 P57.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- **L'objectif de croissance des agrégats monétaires :**

Une croissance équilibrée de l'économie exige que la quantité de monnaie en circulation ne soit ni trop importante ni insuffisante. C'est pourquoi les autorités monétaires visent à contrôler les agrégats monétaires. Toutefois cette liaison entre agrégat monétaire et demande de biens et services dépend aussi de la circulation de la monnaie. En effet, la capacité transactionnelle des agents (leur capacité à acheter des biens avec la monnaie dont ils disposent) dépend aussi de cette vitesse. Ainsi pour compléter leur surveillance des agrégats monétaires, les autorités monétaires peuvent surveiller la vitesse de circulation de la monnaie. Si les autorités monétaires décident de suivre la progression d'un agrégat monétaire, c'est parce qu'elles supposent que la quantité de monnaie a pour but, en dernier ressort, l'acquisition de biens et services. Dès lors, tout accroissement de la quantité de monnaie en circulation induira une augmentation de la demande de biens et services. Si la demande des biens et services excède l'offre, alors peuvent survenir certains déséquilibres. En effet la demande de bien et service n'est pas parfaitement élastique, l'excès de demande de biens et services peut se traduire par une inflation et /ou une augmentation des importations et donc à un déséquilibre des règlements avec l'étranger.

Inversement, la production de biens et services ne peut se développer que si la quantité de monnaies en circulation s'accroît parallèlement. En effet, si cette dernière (qui conditionne la demande de biens et services) est insuffisante, certains nombres de déséquilibres peuvent survenir. Une insuffisance de la demande peut décourager les producteurs, qui voient leurs ventes et leurs bénéfices diminuer. La demande se trouvera encore affaiblie. Il est donc nécessaire que le rythme de progression de la quantité de monnaie en circulation permette à l'offre de trouver des débouchés¹.

En effet, une augmentation d'un agrégat monétaire peut être compensée par une diminution de la vitesse de la circulation de la monnaie et inversement, une diminution d'un agrégat monétaire peut être compensée par un accroissement de cette circulation. La quantité de monnaie en circulation exerce une action importante sur l'économie dans la mesure où les autorités monétaires doivent contrôler en permanence l'évolution des agrégats monétaires pour assurer une croissance équilibrée de l'économie. Donc la masse monétaire ne doit pas être importante parce que cela peut relancer l'inflation et contribuer aux déséquilibres extérieurs.

¹DELAPLACE M, « monnaie et financement de l'économie, » Dunod, Op.cit. Paris, 2006 P60.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

2.1.3 Les objectifs opérationnels :

Pour atteindre ces objectifs intermédiaires, les autorités monétaires peuvent agir sur des objectifs opérationnels, c'est-à-dire des variables qu'elles peuvent contrôler directement (taux de réescompte, taux du marché de la monnaie centrale ; cela veut dire des taux auxquels s'échange la monnaie centrale et quantité de monnaie centrale). Deux raisons monétaires amènent les autorités monétaires à utiliser ces objectifs¹:

- La masse monétaire est un concept de plus en plus difficile à mesurer et son évolution n'est pas contrôlée avec précision par les autorités monétaires ;
- Les autorités monétaires peuvent avoir besoin d'envoyer des signaux rapides, clairs et précis aux opérateurs et aux marchés par rapport au sens de leur politique. Ce rôle (objectifs opérationnels) est joué le plus souvent par les taux d'intérêt à court terme, car ceux-ci permettent en général de déterminer le caractère plus au moins restrictif de la politique monétaire.

2.2 Les instruments de la politique monétaire :

Pour atteindre ses objectifs, la banque centrale dispose d'une série d'instruments de politique monétaire, il s'agit de variables qui sont directement ou indirectement sous le contrôle de la banque centrale. Ainsi, le choix de ces instruments est étroitement lié à l'évolution du système financier ; c'est-à-dire, ce choix est largement déterminé par les caractéristiques de l'économie et plus particulièrement du système financier dans lequel opère la politique monétaire, ses instruments sont classés en deux grandes catégories²:

- Les techniques de contrôle administratif et quantitatif ;
- Les techniques du marché.

2.2.1 Les techniques de contrôle administratif et quantitatif :

Cette catégorie d'instruments agit directement et autoritairement sur les agents économiques.

Parmi ces instruments³ :

¹ Dominique Plihon, Op.cit., P 88

²JAIFFERE, P. Monnaie et politique monétaire.4^{ème}éd. Paris: Edition ECONOMICA, 1996. p.90.

³ Ibid. p90.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- **L'encadrement du crédit :**

C'est une procédure qui permet à la Banque centrale de fixer une norme de progression des crédits octroyés par les banques, en cas de dépassement de cette norme, les banques seront soumises à des sanctions. L'encadrement du crédit constitue un dispositif essentiel de contrôle de la création monétaire, par la limite des distributions des crédits bancaires¹. Ce dispositif à long temps prédominé dans le régime d'économie d'endettement administrée, mais avec le nouveau contexte de la libéralisation financière, ainsi que les différents inconvénients que cet instrument présente, notamment le freinage de la concurrence entre les banques, en fixant à ces dernières leurs parts du marché, qui conduit d'une part les banques à privilégier leurs clients et d'autre part, les entreprises à recourir au financement interentreprises, qui échappe à toute forme de régulation. Pour ces raisons, l'encadrement du crédit sera vite supprimé à partir de 1980.

- **Le contrôle de change :**

C'est le deuxième instrument direct de la politique monétaire, il constitue une mesure réglementaire, qui a pour objectif de réduire ou d'interdire certaines opérations qui peuvent être à l'origine de l'instabilité des changes, telles que les opérations de termaillage, qui consistent à anticiper ou à retarder les décaissements ou les encaissements, selon les anticipations sur les taux de devise.

Comme pour l'encadrement du crédit, la réglementation des changes se fut levée avec la venue de la libéralisation financière à partir des années 80, dans les pays industrialisés en plein régime d'économie de marché.

2.2.2 Les techniques du marché :

Cette seconde catégorie d'instrument de la politique monétaire influence indirectement sur le comportement des agents économiques. L'action sur la liquidité bancaire et l'intervention sur le marché monétaire et celui des changes, sont les deux mécanismes de marché les plus utilisés².

¹PLIHON, D. Op.cit. p. 88-89.

² Ibid, pp. 90-91.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- **L'action sur la liquidité bancaire :**

La liquidité bancaire correspond à « l'argent dont les banques ont besoin sur leur compte en monnaie centrale ». Pour agir sur cette dernière, la banque centrale de chaque pays mobilise quatre instruments essentiels, à savoir : le taux de réescompte, les opérations d'open Market, la facilité permanente et les réserves obligatoires¹.

A. Le taux de réescompte :

Le réescompte est une procédure de refinancement exceptionnel de dernier ressort permettant aux banques en situation difficile d'obtenir des refinancements provisoires à un taux élevé, mais encore décent auprès de l'institut d'émission par le biais de titres représentatifs de crédit à l'économie qu'elles détiennent dans leurs portefeuilles. La Banque centrale agit sur la quantité de monnaie en circulation par la manipulation du taux de réescompte en jouant sur la différence entre le taux de crédit et ce taux de réescompte, ainsi, si la Banque centrale veut diminuer les crédits accordés par les banques commerciales à l'économie, elle doit augmenter le taux de réescompte et inversement si elle veut augmenter les crédits. Le recours à l'instrument du taux de réescompte est abandonné dans de nombreux pays pour causes²:

- Il ne permet pas aux autorités monétaires de contrôler la quantité de monnaie en circulation, car ces dernières sont passives et ne peuvent pas refuser de réescompter des créances ;
- Le réescompte est à l'initiative des banques commerciales, qui ne le sollicitent qu'en cas de manque de liquidité, alors cet instrument est inefficace lorsque les banques sont en excès de liquidité.

B. L'opération d'Open Market :

Elle représente les interventions de la Banque centrale sur le marché monétaire sous forme d'appels d'offre réguliers : la Banque centrale met à la disposition des établissements de crédit des liquidités, en contrepartie d'actifs cédés temporairement comme garanties par ces établissements³.

¹COUPPEY-SOUBEYRAN, J. Op.cit., p.248.

²PATAT, J-P. Monnaie, système financier et politique monétaire. 6^{ème} édition. Op.cit., p.424.

³PLIHON, D. Op.cit., p.92.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

C. La facilité permanente :

C'est un instrument qui permet aux banques d'exercer les opérations de dépôt ou de retrait auprès de leur banque centrale nationale au jour le jour.

D. Les réserves obligatoires :

C'est un véritable instrument de la politique monétaire, utilisé pour agir sur la création monétaire et les taux d'intérêt, il oblige les banques à détenir dans leur compte auprès de la banque centrale un solde proportionnel aux dépôts liquides qu'elles reçoivent de la part des agents non bancaires¹.

La capacité des banques à faire circuler de la monnaie dépend du pourcentage des réserves à constituer plus ces pourcentages augmentent, plus la capacité de faire circuler de la monnaie diminue et inversement².

- **Les interventions sur les marchés :**

La Banque centrale intervient sur les deux marchés : monétaire et des changes.

A. Sur le marché monétaire

La banque centrale fait varier les taux d'intérêt soit pour attirer ou décourager les capitaux étrangers, par exemple : pour pouvoir compenser les anticipations de dépréciation de la monnaie nationale et supprimer les sorties de capitaux, les autorités monétaires vont augmenter les taux d'intérêts nationaux.

Lorsque le taux de dépréciation anticipée d'une monnaie est égal au différentiel entre les taux d'intérêt de cette monnaie et les taux d'intérêt sur la devise étrangère considérée, on pourra dire que l'équilibre sur le marché est atteint.

B. Sur le marché des changes

Les interventions des autorités monétaires sur le marché des changes consistent à échanger de la monnaie étrangère contre la monnaie nationale, pour agir sur l'équilibre du marché. Elles interviennent également pour affecter directement la liquidité bancaire et le taux de change comme suit : lorsqu'une Banque centrale donnée cède de la devise et achète de la monnaie

¹ PLIHON, D. Op.cit, P93

² COUPPEY-SOUBEYRAN, J. Op. cit., p.254.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

nationale pour soutenir cette dernière, la liquidité en monnaie nationale sera réduite entraînant avec elle une hausse relative du taux d'intérêt de la devise et inversement¹.

Section 02 : Définition et concept de base du financement non conventionnels.

Durant les quelques dernières décennies et avant la crise mondiale de 2008, les banques centrales (BCs) en particulier celles des pays développés, utilisaient la méthode classique, à travers les instruments traditionnels avec plus au moins de succès pendant la période de la Grande Modération. Depuis l'éclatement de la crise financière à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, une grande récession dans les pays développés et moins développés, à la suite de laquelle la plupart de ces banques centrales, ont mis en œuvre de nouveaux instruments, appelés instruments non conventionnels. Donc c'est quoi une politique monétaire dite non conventionnel, c'est ce que nous allons voir dans cette section.

1 Naissance et définition de la politique monétaire non conventionnelle :

1.1 Naissance de la politique monétaire non conventionnelle :

Pour bien comprendre le pourquoi du recours par les banques centrales à une politique monétaire non conventionnelle, il faut bien garder à l'esprit que l'efficacité de la politique monétaire traditionnelle dépend de deux conditions :

- La première est que toute augmentation de l'offre de monnaie, dans le cas d'une baisse de l'activité économique, par exemple, doit entraîner une baisse des taux d'intérêt. Or cette condition n'est pas toujours satisfaite, comme par exemple, dans une situation de trappe à liquidité ('liquidity trap'), situation qui est celle des USA, de la Grande Bretagne, de la zone de l'Euro...

- La seconde est que la baisse recherchée des taux d'intérêt, doit se traduire par une relance de l'investissement. Or ici aussi, cette condition n'est pas toujours satisfaite comme par exemple dans l'économie américaine et beaucoup plus dans la zone de l'Euro surtout depuis la crise de 2008, à cause du 'credit crunch' (le resserrement du crédit) qui s'en est suivi. Celui-ci est causé par la crise de confiance des banques et autres prêteurs et de leur méfiance vis à vis des

¹PLIHON, D. Op.cit., p. 95.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

emprunteurs. Ce 'credit crunch' est caractérisé par un manque de crédit disponible pour les entreprises et les consommateurs, suite à la réticence des institutions financières à faire des crédits ou le cas échéant ne seraient disposés à prêter qu'à des taux d'intérêt élevés en raison du risque (réel et grandissant durant la crise) des faillites et des défauts de paiement (de remboursement) depuis 2007 dans toute l'économie et notamment dans les marchés hypothécaires (résidentiels, commercial et industriel). Ceci a eu pour effet que la baisse des taux d'intérêt n'a pas entraîné tous les effets attendus, les crédits étant devenus très rares ou très difficiles à obtenir. Le résultat a été une récession prolongée comme en Europe ou une reprise de la croissance plus lente comme en Grande Bretagne ou aux USA.

En effet une BC ne contrôle pas la totalité de l'offre de monnaie qui est constituée notamment par des pièces et billets en circulation et des dépôts à vue (ceci dans sa conception la plus restrictive : M1). Elle ne contrôle que la base monétaire, qui ne constitue qu'une partie de l'offre de monnaie, puisque l'offre de monnaie est également et partiellement contrôlée par les banques commerciales. C'est pourquoi malgré l'intervention massive des BCs occidentales (notamment aux USA et en Grande Bretagne) la politique monétaire traditionnelle a été impuissante devant le crédit crunch.

Il a fallu alors trouver autre chose, en dehors du champ de la politique monétaire traditionnelle. Cette autre chose a été la politique monétaire non conventionnelle. Ceci s'explique par le fait qu'à chaque grande crise économique, les économistes se détournent des théories et des politiques courantes, impuissantes à prévenir et à résoudre la dite-crise, pour en développer de nouvelles. C'est ainsi que, tout comme la Grande Dépression des années 1930 explique le développement de la macroéconomie (à la suite de J. M. Keynes) et tout comme la Stagflation des années soixante-dix, aux USA notamment, explique le retour du fondamentalisme du marché et le développement de l'école des nouveaux classiques [englobant la théorie des anticipations rationnelles (rational expectations theory), de la fonction d'offre de Lucas: fonction de la surprise-prix (function of the price surprise), de la théorie des cycles économiques réels (real business cycles theory)...], tout aussi bien l'inefficacité de la politique monétaire traditionnelle devant la Grande Récession de nos jours, explique le développement de la politique monétaire non conventionnelle, un regain d'importance du keynésianisme et une grande perte de crédibilité des thèses néoclassiques.

Comme on le sait, la politique monétaire expansionniste classique consiste en général, pour l'autorité monétaire à acheter des bons du Trésor à court terme dans le but d'abaisser les taux

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

d'intérêt à court terme des marchés financiers, le taux d'intérêt étant l'un des prix le plus important dans une économie de marché et l'instrument clé des banques centrales. Ainsi, et comme on le sait, lorsque les autorités monétaires veulent faire baisser le chômage, ils essaient de faire baisser les taux d'intérêt, pour encourager les ménages et les entreprises à emprunter et à dépenser davantage, espérant ainsi augmenter la production et l'emploi en relançant la consommation domestique globale. C'est ainsi par exemple qu'avant la crise financière, la politique monétaire de la banque centrale américaine, la Fed, a consisté principalement à fixer un niveau pour le taux des fonds fédéraux (le taux de prêts interbancaires au jour le jour), et à acheter et vendre régulièrement des titres du Trésor, pour maintenir le taux effectif des fonds fédéraux (déterminé par l'offre et la demande des réserves des banques) au voisinage du niveau ciblé. Ce faisant, la Fed espérait que le ciblage des taux d'intérêt des fonds fédéraux sera suffisamment efficace pour convaincre les participants des marchés financiers que les taux d'intérêt à court terme seront très bas pendant une longue période de temps, ce qui devrait avoir comme résultat de tirer vers le bas les taux à long terme stimulant ainsi les dépenses sensibles aux taux d'intérêt, tels que les investissements des entreprises et des ménages (logements...), ainsi que les achats de biens de consommation durables par les consommateurs.

Cependant après la crise, ces espoirs ne se sont pas réalisés. En effet quand les taux d'intérêt nominaux à court terme sont proches de zéro, cette méthode traditionnelle ne marche plus. Elle a atteint ses limites notamment depuis ce qu'on appelle la Grande Récession des années 2008, suite à laquelle et dans une tentative de réduire rapidement le chômage qui a considérablement augmenté, la Fed américaine par exemple, a en l'espace de quelques mois, réduit le taux des fonds fédéraux à des niveaux historiquement bas, entre 0% et 0,25% dès décembre 2008 épuisant ainsi son arsenal classique d'outils monétaires, le taux ne pouvant être réduit plus bas que zéro, (en principe). Il a fallu donc trouver autre chose. Minimisant le problème de la trappe à liquidité, des économistes néoclassiques convaincus que même dans une trappe à liquidité, la politique monétaire expansionniste peut être efficace, ont alors proposé de nouveaux instruments non traditionnels, non conventionnelles.

1.2 Définition de la politique monétaire non conventionnel :

Les mesures non conventionnelles peuvent prendre des formes différentes, en fonction des priorités définies par les banques centrales (la stabilisation des marchés financiers, la relance du crédit, la lutte contre la déflation), et aussi selon les caractéristiques des systèmes

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

financiers (si le financement de l'économie s'effectue plutôt par les marchés financiers ou par les banques commerciales)¹.

Le mode de financement non conventionnel est une théorie néo-keynésienne qui anticipe sur l'accroissement de la demande à terme (investissement et consommation) mais il accélère le processus inflationniste en cas de rigidités structurelles et de non dynamisation du tissu productif. Raison pour laquelle le gouvernement a prévu des réformes².

Donc le financement non conventionnel consiste à permettre à l'Etat de pouvoir utiliser les ressources de la Banque central pour couvrir des obligations du trésor.

- **Définition de la planche à billets :**

Par extension, la planche à billets désigne par la suite toute création de monnaie fiduciaire à la discrétion d'un organisme central, tel que la banque centrale, et ceci sans utiliser forcément le support papier, car le mécanisme est entièrement virtuel et informatique. Des périphrases sont employées pour cacher la nature arbitraire et inflationniste du procédé, comme : "assouplissement quantitatif", "mesures non conventionnelles", "rachat d'actifs", "laisser filer la monnaie", etc. La pratique de la planche à billets s'est généralisée dans tous les pays après l'abandon de l'étalon-or en 1971.

La planche à billets au sens large peut prendre différentes formes :

- Forme historique : émission arbitraire de billets ou de pièces, billets sur imprimés (république de Weimar), rognage de la monnaie, etc. (le cours forcé permet au monopole monétaire de pratiquer toutes sortes de manipulations)
- "monnaie fondante" (monnaie qui se déprécie avec le temps, ce qui oblige ses détenteurs à s'en débarrasser à terme)
- "monnaie fiscale", qui permet à l'Etat de payer ses factures par de simples reconnaissances de dette
- Assouplissement quantitatif (la nouvelle monnaie est destinée à certains marchés seulement, comme celui des obligations d'État)
- Hélicoptère monétaire (la nouvelle monnaie est censée être distribuée à la population, directement ou indirectement par un accroissement de la dépense publique)

¹ABC de l'économie, 2017 les politiques monétaires non conventionnelles. P 01.

²KHEFFACHE, K. (2017). Le recours à la planche à billets fait courir un risque de scénario Vénézuélien en Algérie. Maghreb Emergent. Alger P11.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- Taux négatifs (répression financière cherchant à obtenir les effets de l'inflation en son absence)
- En dernier recours, comme mesures exceptionnelles envisagées par certains analystes, il y a l'émission de DTS par le FMI (créant ainsi une sorte de "monnaie mondiale" à partir de rien) et la fixation autoritaire d'un cours de l'or très élevé (ce qui survaloriserait artificiellement le stock d'or des banques centrales, mais se répercuterait immédiatement sur l'ensemble des matières premières et conduirait à une inflation des prix)¹.
- **Les caractéristiques de la politique monétaire non conventionnel :**

Les politiques conventionnelles ayant été insuffisantes au cours de la crise récente 2008, les banques centrales ont ajusté la taille et la composition de leurs bilans afin d'influer sur les conditions financières au-delà de ce que permet la fixation du taux directeur.

Les PMNC sont des mesures que les BC utilisent pour permettre d'assouplir la politique monétaire dite « conventionnelle » à l'égard de ses insuffisances ou limites à relancer l'activité économique en période de choc. Dans un contexte de graves dysfonctionnements des marchés, les autorités monétaires des grands pays n'ont eu d'autres choix que de mettre en place des mesures « non-conventionnelles » de politique monétaire pour contrer les ruptures de liquidité sur les marchés de crédit. Ces mesures ont pris la forme de pilotage des anticipations des agents par l'annonce du maintien des taux de politique monétaire bas pour une longue période, par un assouplissement des conditions de crédit via notamment l'élargissement des collatéraux acceptés et enfin par un assouplissement quantitatif conduisant à un gonflement sans précédent des bilans des banques centrales et à l'explosion de la liquidité.

La PMNC est l'ensemble des mesures autres que les mesures traditionnelles habituellement employées par les autorités monétaires dans le but d'assouplir la politique monétaire afin de lutter contre les conséquences de la crise déclenchée pendant l'été 2007.

- Ces politiques sont qualifiées de non conventionnelles parce que ²;

¹BOUAKEL Mustapha/ LABIAD Naima, L'Efficacité de la Gestion de la Masse Monétaire dans le Cadre du Financement non Conventionnel Etude Analytique de la Période 2011-2022. P 105.

²KANGA Kouamé Désiré, « Essais sur l'impact des mesures de la politique monétaire non Conventionnelle dans la zone euro », Thèse de doctorat, sciences économiques, Université d'Orléans : Ecole Doctorale sciences de l'Homme et de la Société, Laboratoire d'économie d'Orléans, 2017, p 8.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- Elles ne portent pas uniquement sur la gestion des taux d'intérêt de court terme mais sur les qualités de refinancements ou financements ;
- Les montants des apports de liquidités sont importants ;
- Elles modifient substantiellement la structure et la taille des bilans des banques centrales ;
- Leurs canaux de transmission sont distincts des canaux empruntés par la politique de taux.

Il existe essentiellement deux formes de PMNC (quantitative et qualitative) ainsi qu'une politique supplémentaire par une baisse de taux. Elles se caractérisent par la qualité des actifs (risqués ou non risqués), la nature des contreparties et le marché sur lequel intervient la banque centrale. Elles se transmettent à l'économie principalement par les anticipations et le prix des actifs.

2 Les instruments de la politique monétaire non conventionnelle :

C'est ainsi que depuis la crise, les Banques centrales ont commencé à mettre en œuvre des instruments non orthodoxes tels que : l'assouplissement quantitatif ('Quantitative easing'), c'est à dire des achats d'actifs à grande échelle (Large-scale asset purchases : LSAPs), l'assouplissement qualitatif (qualitative easing), le crédit easing, la 'Forward Guidance', 'l'Operation Twist'... Ces politiques non conventionnelles visent, à abaisser les taux d'intérêt à long terme, à compléter les canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire (par l'assouplissement qualitatif, par exemple), et à affecter l'esprit même de la politique monétaire (par les « forward guidance »: orientations des anticipations)...

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Tableau N°1 : Mesures non conventionnelles des politiques monétaires

Objectifs et Mesures → ↓	Achats de titres Publics	Achats de titres Privés	Engagements à maintenir les taux
Augmenter la quantité de monnaie dans l'économie	OUI	OUI si pas de Stérilisation	NON
Agir sur les anticipations d'inflation et la courbe des taux d'intérêt	OUI	OUI à travers les primes de risque	OUI
Débloquer les marchés du crédit	NON	OUI	NON

Source : AIT CHEIKH, M., & FETTAHI, I. (2017, Juillet). Consulté le 10/07/2020, sur <https://revues.imist.ma/index.php?journal=REMFO&page=article&o>.

2.1 Le Quantitative Easing (QE) ou L'Assouplissement Quantitatif :

Notons tout d'abord que la première BC à avoir utilisé le Quantitative easing, (QE), est la BC du Japon (BOJ) dès l'année 2001, mais cependant sans succès¹. Par contre ce n'est qu'après la crise économique mondiale qui a été déclenchée par la crise des subprimes de 2007 et la crise financière de 2007-2008, et suite à l'échec des politiques monétaires traditionnelles à relancer les économies, que la banque centrale américaine, suivie par d'autres banques centrales (la banque centrale britannique, la banque centrale du Canada, la banque centrale européenne ou la BCE...), a utilisé à plusieurs reprises une politique d'assouplissement quantitatif². Celui-ci est un des instruments des politiques monétaires non conventionnelles, que les banques centrales ont commencé à utiliser pour stimuler l'économie quand, à la suite de la crise, la politique monétaire traditionnelle, a atteint ses limites et est devenue inefficace lorsque les taux d'intérêt à court terme sont entrés dans la zone zéro. Comme elles ne pouvaient plus influencer sur les taux d'intérêt à court terme, les taux directeurs étant dans la zone zéro, elles ont alors commencé à essayer d'influer les taux d'intérêt à long terme, par le QE.

Le QE consiste alors pour la BC à actionner la planche à billet (à émettre des billets de monnaie) pour acheter de très grandes quantités, spécifiées et annoncées à l'avance, d'actifs

¹The Economist, semaine du 21-09-2013, p. 62.

² Krugman Paul, et Wells Robin., pp. 907-908.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

financiers à long terme, augmentant ainsi les prix de ces derniers et réduisant par-là leur rendement et donc et en même temps les taux d'intérêt à long terme, pour encourager les investissements des entreprises comme ceux des ménages (logement...) qui dépendent en fait des taux d'intérêt à long terme et non des taux d'intérêt à court terme. Car après tout, la politique traditionnelle a bien réussi à faire baisser les taux d'intérêt à court terme, cependant et malgré cela la croissance économique est demeurée, très faible et le chômage était et reste encore très élevé aussi bien aux USA qu'en Europe, en GB...

Dès lors pour pallier à la non efficacité ou tout au moins à l'insuffisance des effets positifs de la politique monétaire traditionnelle, conventionnelle, et stimuler davantage l'activité économique, la Fed par exemple, s'est donné comme objectif de réduire les taux d'intérêt à long terme pour redonner confiance aux investisseurs et relancer ainsi la croissance économique et l'emploi. Elle utilise pour cela le QE en achetant, non pas comme traditionnellement des titres financiers à court terme, mais des titres à long terme, ce qui stimulera alors les dépenses sensibles aux taux d'intérêt, tels que les investissements des entreprises et les investissements résidentiels et biens de consommation durables (voitures...) par les ménages. C'est donc une sorte d'opérations d'open market, mais une opération spéciale, en ce sens que dans ce cas les BCs achètent des titres à long terme. Des politiques similaires ont été utilisés par le Royaume-Uni et dans une très moindre mesure par la BCE, mais qui semble depuis peu, plus décidé à utiliser l'arme de l'assouplissement quantitatif, comme nous le verrons ci-dessous.

Ainsi donc, le QE, en ciblant les taux d'intérêt à long terme se distingue de la politique monétaire traditionnelle de ciblage des taux d'intérêt interbancaires, dans le but d'abaisser les taux d'intérêt à court terme des marchés. En bref et comme les BCs ne peuvent pas réduire davantage les taux d'intérêt à court terme qui sont déjà très proches de zéro, elles essayent alors de réduire les taux à long terme par l'usage de l'assouplissement quantitatif notamment.

Il y a eu plusieurs rondes, d'assouplissement quantitatif aux USA de plusieurs centaines de milliards de dollars chacun, d'achat d'actifs financiers tels que les titres adossés à des hypothèques immobilières (MBS :Mortgage Backed Securities), et les billets de trésorerie...Encore faut-il que cette baisse des taux d'intérêt puisse induire les banques commerciales à faire plus de crédit à l'économie. A cette fin l'instrument suivant a été mis en œuvre.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

2.2 L'Assouplissement Qualitatif :

L'assouplissement qualitatif ou 'qualitative easing' qui est un changement dans la composition de l'actif du bilan de la banque centrale en faveur d'actifs privés et donc des actifs plus risqués et moins liquides, alors que l'assouplissement quantitatif est une augmentation plutôt de la taille de l'actif du bilan de la banque centrale par une augmentation de ses engagements monétaires. L'objectif ici, est de favoriser les crédits aux entreprises et aux ménages, et de soutenir le mécanisme de transmission de la politique monétaire, en contournant le secteur des banques commerciales, canal traditionnel de la transmission monétaire, et mettre directement, à la disposition des agents du secteur privé les liquidités nécessaires à leurs activités, surtout que les banques commerciales ont continué à hésiter à accorder des prêts aux ménages et aux entreprises, ayant été très échaudées par la crise financière et économique de 2008.

Ainsi et dans leurs tentatives de compléter les mécanismes traditionnelles de transmission monétaire, les politiques monétaires non orthodoxes «consistent à ne pas passer par les banques commerciales et le crédit bancaire comme mécanisme de transmission»¹, ou tout au moins ne pas compter uniquement sur les banques commerciales comme canal de transmission de leurs politiques monétaires, mais à créer un canal supplémentaire, et non conventionnelle, de transmission monétaire à travers notamment l'assouplissement qualitatif. Cette méthode consiste ainsi à contourner les banques commerciales, en accordant directement des prêts et/ou des garanties de prêts aux entreprises et aux ménages, telle par exemple la « Commercial Paper Funding Facility² » (CPFF) c'est-à-dire la Facilité de Financement de Papier Commercial³ créée entre 2008 et 2010 par la banque centrale américaine pour améliorer la liquidité des marchés de financement à court terme et contribuer ainsi à une plus grande disponibilité du crédit pour le secteur privé. Par ailleurs la Réserve fédérale par exemple, a acheté en 2010 seulement, 1,25 trillions de dollars des actifs du secteur privé tels que les obligations de sociétés (corporate bonds) et des titres financiers adossés à des hypothèques résidentielles (residential mortgage-backed financial securities). L'assouplissement qualitatif est ainsi une sorte d'opération d'open market' spécifique et une

¹ Natixis. Qu'appelle-t-on vraiment « politique monétaire non conventionnelle » Natixis, Special report No 2, 2009.

²Board of Governors of the Federal Reserve System. Commercial Paper Funding Facility (CPFF), in Regulatory Reform, consulté en ligne, le 02-08-2020:
http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

sorte d'assouplissement sélectif du crédit en ce sens que la Fed au lieu d'acheter des bons du Trésor uniquement, s'est mise à acheter dans le cadre de ce programme, directement à certaines entreprises, des titres financiers tels que par exemple, les billets de trésorerie.

2.3 Credit Easing ou l'Assouplissement du crédit :

Comme nous l'avons déjà indiqué, c'est le Japon qui est en fait le premier à avoir utilisé l'assouplissement monétaire, dans les années quatre-vingt-dix, durant ce qu'on appelle la décennie perdue (the lost decade) suivi par les USA, et d'autres pays, depuis la crise de 2008. Cependant la politique d'assouplissement monétaire, des USA est d'un type différent. Du reste la Fed l'appelle « crédit-easing »¹ et non pas quantitative easing² pour distinguer sa politique monétaire de celle suivie, sans succès, par le Japon dans les années quatre-vingt-dix. En effet tous les assouplissements monétaires consistent en une augmentation quantitative de l'offre de monnaie. Cependant alors que la banque centrale japonaise s'est focalisée sur la quantité seulement, d'autres BCs telle la FED, donnent autant d'importance à la composition (l'aspect qualitatif) de l'augmentation de la masse monétaire qu'au volume (l'aspect quantitatif) de cet accroissement, pour être sûr que l'augmentation de l'offre de monnaie sera transmise aux consommateurs et aux entreprises.

Ainsi l'assouplissement (direct) du crédit ou 'credit easing' consiste à augmenter la masse monétaire par l'achat non seulement de bons du Trésor, mais également et surtout des actifs du secteur privé, et à long terme. Ainsi même avec un taux directeur proche de zéro, et grâce à ces types d'assouplissement monétaires, la politique monétaire peut continuer à faire baisser les taux d'intérêt à moyen et long terme, pour éventuellement encourager l'investissement privé.

2.4 Opération Twist :

Cependant le QE peut aussi augmenter l'inflation à un niveau plus que le niveau acceptable. Ce risque est bien apparu aux USA en 2011. C'est la raison pour laquelle la Fed a commencé à utiliser une nouvelle stratégie appelée « opération Twist », vers la fin de l'année 2011. Cette opération est ni plus ni moins qu'une simple opération swap. Celle-ci a consisté en l'achat par la Fed de quelques centaines de milliards de dollars de titres du Trésor à long terme financés

¹Labonte Marc. "Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options". Congressional Research Service Report for Congress, February, 2014

² Carlson John, Haubrich Joseph G., Cherny Kent, and Wakefield Sarah. Credit Easing: A Policy for a Time of Financial Crisis. Federal Reserve Bank of Cleveland:
<http://www.clevelandfed.org/research/trends/2009/0209/02monpol.cfm>.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

non pas par la planche à billet comme dans le cas de l'assouplissement quantitatif, mais par la vente de titres du Trésor à court terme¹. Cette opération permet d'atteindre deux objectifs à la fois: éviter, ou tout au moins réduire, le risque d'inflation associé précisément au QE, puisque ce type d'opération ne nécessite pas de nouvelle impression de monnaie, et continuer à abaisser les taux d'intérêt à long terme (par l'achat de grande quantité d'actifs à long terme), et c'est ce qui en fin de compte permet d'inciter les ménages et les entreprises à dépenser davantage, stimulant ainsi et relativement, la demande globale et par la suite l'économie et l'emploi.

Cependant le danger de l'inflation de l'après-crise a laissé la place à un risque plus grave, à savoir le risque de déflation, C'est ainsi que devant le ralentissement prolongé de l'inflation (signal d'un risque éminent de déflation) et l'aggravation des perspectives économiques, la BCE a effectivement pris des mesures sans précédent pour faire face à la fois à la morosité des économies européennes et réduire le risque de déflation. La BCE a alors décidé d'abaisser à partir du 14 juin 2014, son taux d'intérêt de la facilité de dépôt (Deposit facility) à -0,1% devenant ainsi la première grande banque centrale à rendre un de ses principaux taux, négatif². Elle a également abaissé son taux directeur à 0,15% tout en annonçant un nouveau programme de 400 milliards d'euros de liquidités, signalant par là qu'elle se préoccupe bien à la fois du risque de déflation en Europe et de la mauvaise situation des économies de la zone-euro. En effet dès le mois de septembre de la même année elle encore abaissé son principal taux directeur, cette fois-ci à 0,05 %, mettant ainsi le loyer de l'argent dans la zone euro au plus bas niveau de son histoire. À travers ces mesures, y compris le lancement d'un nouveau programme de rachats d'actifs en 2015, la BCE escomptait relancer le crédit et l'activité économique, contrecarrant ainsi les pressions déflationnistes dans la zone euro. Par ailleurs la nouvelle politique des taux d'intérêt négatifs initiée par la BCE est devenue à la mode puisqu'elle a été suivie par les pays nordiques (Suède, Danemark) et la Suisse³ pour faire face au risque de plus en plus réel d'une déflation.

¹Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013. Maturity Extension Program and Reinvestment Policy, Op.cit, consulté en ligne le 04-08-2020:

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm>.

² <http://www.bloomberg.com/news/2014-06-05/draghi-unveils-historic-measures-on-deflation-threat.html>

³Deflation: The Economist p.63,.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

2.5 La « Forward Guidance » ou l'orientation (guidage), ou pilotage des anticipations :

La Fed et autres BCs (y compris la BCE surtout depuis la nomination de l'Italien Mario Draghi en tant que gouverneur de la dite banque) ont considérablement modifié leurs stratégies de communication depuis que les taux d'intérêt ont atteint un niveau très près de zéro, afin d'orienter les anticipations des agents privés (ménages et entreprises) concernant l'évolution future des taux directeurs. En effet une communication claire et transparente, visant les différents acteurs des marchés financiers surtout (et même de tous les agents économiques, y inclus et surtout, les administrations aussi bien centrales que régionales et locales), est considérée de plus en plus comme l'un des meilleurs instruments à la disposition des Banques Centrales. Cette nouvelle politique de communication a été appelée : « forward guidance » (FG), et est un outil additionnel utilisé par les banques centrales occidentales et en particulier par la Fed, toujours pour réduire les taux d'intérêt à long terme. En effet comme les anticipations des agents économiques, conditionnent l'utilisation des outils de politique monétaire par les banques centrales, la politique de "forward guidance" s'inscrit dans une stratégie de communication qui vise à influencer durablement ces anticipations sur l'évolution des prix à moyen et long terme et donc aussi des taux d'intérêt à long terme¹.

Cette méthode consiste à essayer d'influencer les marchés, en rendant public et d'une manière très claire et très transparente, la politique monétaire non orthodoxe qui sera suivie dans le futur, ainsi que les conditions et l'horizon temporel (de la durée) de ces politiques non conventionnelles. C'est ainsi qu'à partir de 2011 la Fed s'est mise à annoncer clairement, en tous les cas beaucoup plus clairement qu'auparavant, ses intentions concernant la conduite, présente et future, de sa politique monétaire. Ce faisant, différentes tactiques ont été suivies. D'abord et durant la période 2011-2012 notamment, la Fed américaine, a commencé à annoncer précisément la période de temps pendant laquelle elle va prendre les mesures nécessaires (notamment à travers le QE...) pour que le taux des fonds fédéraux soit à des niveaux « exceptionnellement » bas. Puis en décembre 2012, elle change de méthode et au lieu d'annoncer une période de temps, elle a annoncé un seuil ciblé de chômage (6,5%). Selon ce nouveau signal, la BC annonce son engagement ferme de continuer sa politique accommodante tant que le taux de chômage aux USA est supérieur à la cible de 6,5% ²(la BC britannique a même ciblé un taux de chômage inférieur à 5%). Cependant pour ne pas avoir à

¹ Board of Governors of the Federal Reserve, 2013. How does forward guidance about the Federal Reserve's target for the federal funds rate support the economic recovery? Consulté en ligne le 03-08-2020 : http://www.federalreserve.gov/faqs/money_19277.htm.

²The Economist, Op.cit., , p.11.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

changer trop souvent de signal et donc par souci de crédibilité, les BCs américaine, britannique et canadienne notamment, ont commencé à baser leur forward guidance non pas sur une seule cible, tel qu'un niveau donné du chômage par exemple, mais sur plusieurs mesures (taux du chômage, les proportions non utilisés des capacités de production, le niveau des carnets de commande...). En effet si la considération d'une seule cible a un avantage certain de simplicité, baser la forward guidance sur plusieurs mesures permet de donner plus de détails sur les futures stratégies monétaires. Ce faisant ces BCs espèrent que cette méthode qui consiste à s'engager et à rendre public en avance, leurs intentions sur les conditions, la vitesse et l'intensité de toute augmentation des taux d'intérêt, devrait être plus efficace à convaincre les participants des marchés financiers que celle qui consistait à annoncer que les taux d'intérêt à court terme seront très bas pendant une longue période de temps¹.

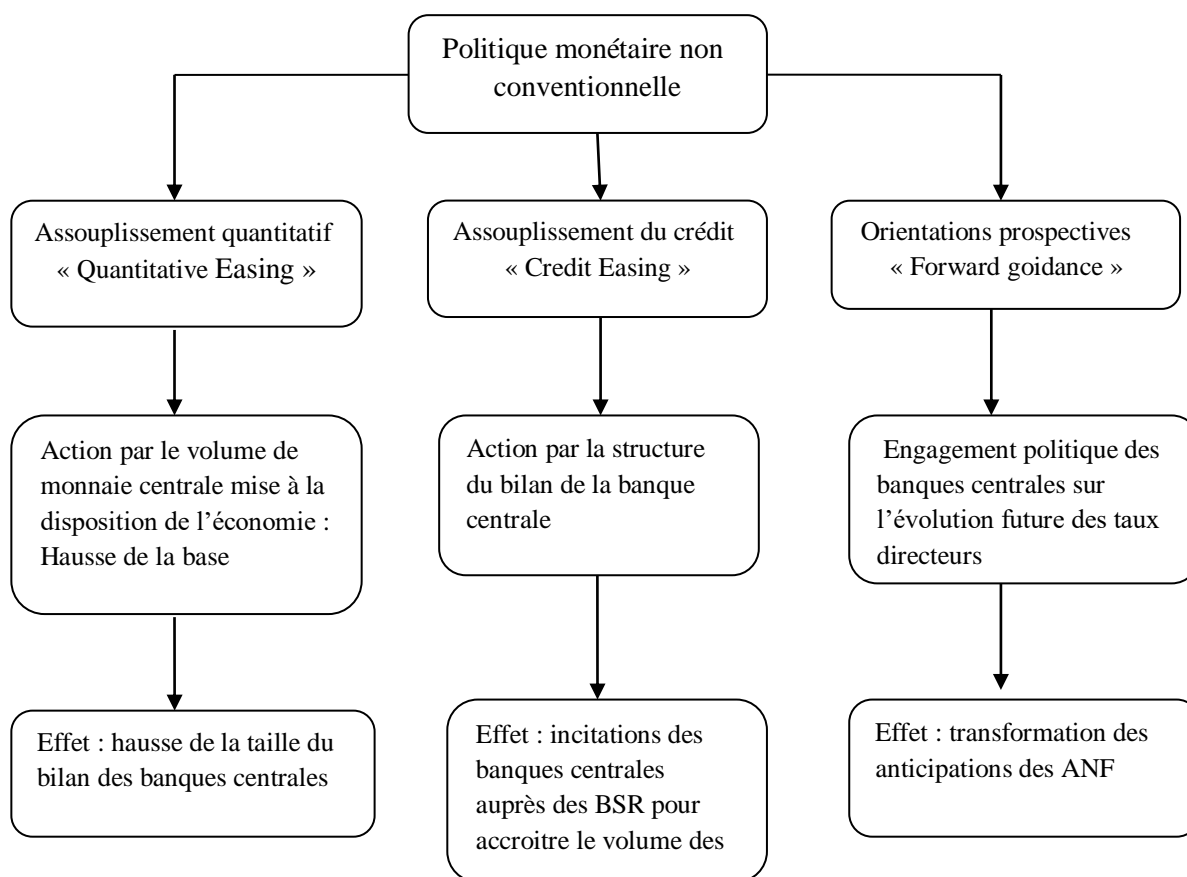
Ainsi alors que dans les politiques monétaires traditionnelles, le mécanisme de transmission monétaire est basé sur le taux d'intérêt (et le taux de change dans les économies ouvertes) ici la transmission monétaire se fait avant tout par l'effet de signalisation qui est la forward guidance. Notons enfin que la méthode de forward guidance est plus efficace si elle est accompagnée par une politique d'assouplissement monétaire adéquate (et réciproquement), surtout quand il s'agit de prendre compte, en même temps, du risque de déflation² qui accompagne généralement les récessions sévères et qui est entrain de réapparaître de nos jours dans la zone euro et même aux USA. Le risque déflationniste qui se matérialise par une politique de taux d'intérêt « nul », rend inefficace le principal canal de transmission de la politique monétaire. La communication se substitue alors au canal du taux d'intérêt pour parer à cette déconnexion. Dès lors, la communication s'avère comme un des principaux facteurs capables d'influencer le comportement des agents privés, surtout dans le cas d'une crise aussi sévère que celle qui a commencé en 2008.

¹Thygesen Niels, 2013. Forward guidance: hubris or common sense? Background for keynote address at the 50th anniversary SUERF/Banque de France conference: https://www.banquefrance.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie_et_Statistiques/Othygesen.pdf.

²Krugman Paul, et Wells Robin, Op. Cit., pp.823-828.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Figure N°3 : les instruments de la politique monétaire non conventionnelle



Source : ALAIN BEITONE, CHRISTOPHE RODRIGUES, Economie monétaire Théories et politiques, édition 2017, P319.

Section 03 : origine et objectifs du financement non conventionnel.

Depuis l'éclatement de la crise financière à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, les banques centrales des économies développées se sont engagées dans des politiques monétaires dites non conventionnelles (PMNC). Dans cette section, nous évoquons l'origine de ces PMNC, la généralisation des PMNC dans les pays développés, d'abord à travers leurs caractéristiques communes et les étapes marquantes de leur progression et aussi les objectifs de la politique monétaire avant et après la crise.

1. L'origine du financement non conventionnel :

La politique non conventionnelle vient du Japon des années 1990. Ces années-là le Japon était englué dans la récession et les taux d'intérêt de la Bank Of Japan (BoJ) avaient déjà atteints le minimum : 0%. Cela s'analyse comme une politique monétariste inversée : si on doit baisser

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

la masse monétaire en circulation pour faire baisser le niveau d'inflation, alors le principe contraire devrait fonctionner. Si on crée énormément de monnaie, on inverse l'équation et on relance l'inflation (et l'économie repart). Bon, cette situation mis en place mais pas loin de 25 ans pour fonctionner au Japon.

- **Le japon et la politique monétaire non conventionnelle :**

Depuis l'éclatement de la bulle financière et immobilière de 1990-1991, l'économie japonaise connaît de façon structurelle une croissance faible. Au cours des vingt-cinq dernières années, le Japon a connu une croissance de 0,8% de son PIB par habitant en volume.

Entre 1991 et 1995, la Banque du Japon (BOJ) baisse son taux directeur de 9% à 2%. En dépit de cette politique conventionnelle, l'économie japonaise entre en déflation à partir de 1995. La période 1997-1998 est marquée par un épisode de forte contraction du crédit (credit crunch) sur fond de crise systémique du système bancaire japonais. Avec le recul, un consensus existe désormais sur l'idée que la réaction de la BOJ a été insuffisamment vigoureuse. Mais, à l'époque, les autorités monétaires considéraient que la pression à la baisse sur les prix était de nature structurelle (importations de produits à bas prix en provenance des pays émergents). La BOJ s'est donc montrée prudente dans sa politique de baisse des taux d'intérêt en dépit d'une fragilité financière croissante du système bancaire japonais. Dans un premier temps, la déflation est interprétée comme le résultat de chocs d'offre positifs (réformes structurelles, nouvelles technologies, importations en provenance de Chine), de sorte que ce n'est qu'à la fin des années 1990 que la BOJ commence à mettre en œuvre une politique non conventionnelle.

De 1999 à 2000, la BOJ réduit son taux directeur à zéro (Zero Interest Rate Policy-ZIRP), le taux restera à ce niveau en dehors de brèves périodes. Puis, la BOJ conduit une politique d'assouplissement quantitatif entre 2001 et 2006. La sortie de cette première phase d'assouplissement quantitatif se traduit par une baisse sensible de la base monétaire, alors que l'inflation reste faible dans une période où, au niveau mondial, on assiste à une forte accélération de l'inflation liée au boom de croissance. Le choc de la crise de 2007 et plus encore la faillite de Lehman Brothers aux Etats-Unis ont un impact très négatif sur l'économie japonaise, ce qui conduit à reprendre en 2010 la politique d'assouplissement quantitatif. Toutefois, celle-ci est trop peu dynamique et ne parvient pas à remettre en cause les tendances déflationnistes. La victoire en 2009 du parti de centre gauche est suivie par une défaite

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

cinglante en 2012 et le retour au pouvoir du parti libéral démocrate sous la conduite de Shinzo Abe.

A partir de 2013, la nouvelle politique macroéconomique repose sur trois orientations principales (on parle des « trois flèches » des « Abenomics »)¹ :

- La lutte contre la déflation ;
- Le soutien à la demande pour relancer la croissance ;
- Une politique structurelle favorable à la croissance à long terme.

Un nouveau gouverneur, favorable à la politique gouvernementale, est nommé à la tête de la banque du japon, la cible d'inflation est portée de 1% à 2% et une politique vigoureuse d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) est mise en œuvre. La base monétaire augmente alors très rapidement, la chute du Yen sur les marchés des changes n'a pas vraiment stimulé les exportations japonaises dans un contexte où le commerce mondial est très peu dynamique. En revanche, le gouvernement a joué à plein de la « flèche budgétaire » grâce à un plan de relance qui a certes accru la dette publique (230% du PIB en 2014), mais le gouvernement mène des réformes structurelles (déréglementation) et cherche à favoriser l'innovation et l'investissement. Cette politique ne pourra avoir que des effets à long terme.

A moyen terme, ma BOJ poursuit sa politique accommodante, elle a pris des engagements de maintien à long terme d'un taux d'intérêt nul et elle rachète massivement des titres de dette publique pour que les taux d'intérêt sur cette dette restent modérés.

Patrick Artus parle d'un « piège japonais » qui placerait la banque centrale dans l'impossibilité de sortir des politiques monétaires très expansionnistes par crainte de provoquer de graves difficultés sur le marché obligataire (une hausse des taux d'intérêt conduirait en effet à une baisse de la valeur des obligations émises à des taux d'intérêt plus faibles). Cet éventuel Krach obligataire fragiliserait le système financier, aurait des effets de richesse négatifs sur les ménages et compromettrait le financement de la dette publique.

La situation du japon pose donc le problème de l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles et celui des modalités de sortie de ces politiques initialement considérées comme transitoires¹.

¹ALAIN BEITONE, CHRISTOPHE RODRIGUES, Economie monétaire Théories et politiques, op.cit. édition 2017, P320.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

2. Les expériences vécues des politiques monétaires non conventionnelles dans les pays développés :

Les PMNC peuvent revêtir deux formes : des instruments usuels de politique monétaire utilisés à des fins non conventionnelles ou des instruments nouveaux.

2.1 L'usage non conventionnel d'instruments usuels :

La phase initiale de la crise de septembre 2008 livre un cas d'école en la matière. Face à une perte de confiance dans certains intermédiaires ou marchés de capitaux, comme celui des subprime américains en 2008, la banque centrale endosse le rôle de prêteur en dernier ressort (PDR), substituant ses financements à ceux que les agents privés ne se consentent plus du fait d'un dysfonctionnement majeur des marchés monétaires et financiers. Dans ce but, les banques centrales, en particulier la BCE et la Fed, ont adapté leurs instruments de politique monétaire de plusieurs manières :

– elles ont allongé l'échéance moyenne et accru le montant de leur refinancement, sécurisant ainsi l'accès des banques à la liquidité centrale. En décembre 2007, la Fed a ainsi créé le Term Auction Facility (TAF) lui permettant d'allouer des liquidités à diverses échéances (principalement 28 jours) alors qu'elle n'intervenait habituellement que sur des échéances très courtes (essentiellement le jour le jour). En octobre 2008, la BCE a adopté une réforme majeure : elle a mis fin à la pratique du rationnement des réserves en décidant d'accorder l'ensemble des refinancements demandés. Elle a aussi fortement accru la durée de ses refinancements, lançant notamment des opérations à trois ans en décembre 2011 et février 2012 puis, à compter de septembre 2013, une série d'opérations venant à échéance en septembre 2018. En outre, ces refinancements ont été accordés au taux dit « directeur principal », habituellement réservé aux refinancements à échéance hebdomadaire. Une dernière série d'opérations a même été assortie d'un taux bas fixe sur l'ensemble de sa durée afin de signaler très clairement l'orientation accommodante de la politique monétaire à moyen terme. Enfin, les banques centrales ont accordé des refinancements en devises à leurs contreparties, via ce qui est appelé des « accords de swap », permettant à ces dernières de financer plus facilement leurs activités internationales; elles ont « démocratisé » l'accès direct aux réserves en élargissant à la fois le cercle d'établissements financiers à même d'en

¹ALAIN BEITONE, CHRISTOPHE RODRIGUES, Economie monétaire Théories et politiques, op.cit. édition 2017, pp.320, 321.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

bénéficiaire et la gamme des garanties acceptées en contrepartie desdites réserves, le but étant que la liquidité parvienne aux agents en ayant le plus besoin. L'élargissement du cercle de contreparties a été particulièrement net pour la Fed. Le TAF, mentionné plus haut, était ainsi accessible à plus de 7 000 banques américaines, alors que la Fed accorde habituellement ses refinancements aux primary dealers, une vingtaine d'établissements qui redistribuent la liquidité auprès du système bancaire. La Fed est aussi venue au secours du système bancaire parallèle (shadow banking), mettant en place deux programmes clés en octobre 2009 : le Commercial Paper Funding Facility, qui lui a permis d'acheter directement du papier commercial, émis notamment par les organismes de titrisation, se substituant ainsi aux mutual funds qui remplissent habituellement ce rôle, et le Term Asset-Backed Securities Loan Facility, qui lui a permis d'acheter indirectement des titres issus d'opérations de titrisation (ABS) en faisant crédit à des investisseurs dans cette catégorie de titres. La BCE a participé au même élan en élargissant la gamme des garanties qu'elle acceptait, via une réduction des seuils minima de notation qu'elle réclamait jusque-là. Dans le cas des pays de la zone euro bénéficiaires de plans d'aide, comme la Grèce, elle a même suspendu l'application de ces seuils, pourvu que le programme soit respecté. Compte tenu de la difficulté de savoir ce qu'il serait advenu sans ces interventions exceptionnelles, leur efficacité n'a fait l'objet que d'études ponctuelles. Ces opérations sont toutefois créditées d'avoir fortement mitigé le risque d'une crise économique et financière profonde, de l'acabit de celle observée lors de la Grande Dépression. Les mesures prises ont notamment permis de réduire les écarts de taux d'intérêt (spreads) entre banques, témoignant d'un rétablissement de la confiance accordée au système bancaire. Les interventions des banques centrales ont été plus efficaces quand elles ont pu reposer sur le soutien des États et des fonds de résolution permettant aux banques de se recapitaliser. En particulier, aux États-Unis, les banques ont bénéficié du Troubled Asset Relief Program (TARP) qui a facilité la reprise américaine dès octobre 2008. La Fed a ainsi pu cesser mi-2010 de distribuer des concours au titre des facilités créées lors de la crise.

Outre une gestion novatrice de la liquidité bancaire, certaines banques centrales ont plus récemment adopté des taux d'intérêt négatifs, souvent considérés auparavant comme impraticables du fait de la possibilité d'arbitrer entre la détention de dépôts et celle d'encaisses en billets. En septembre 2014, le taux de la facilité de dépôt auquel la BCE rémunère les réserves excédentaires (celles que les banques détiennent au-delà des réserves obligatoires) fut ainsi fixé à $-0,20\%$. Au Danemark, le taux directeur s'établissait à $-0,75\%$ début 2015.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

2.2 Des instruments réellement novateurs :

En sus des instruments usuels, les banques centrales ont jugé nécessaire d'activer un arsenal nouveau afin de faire baisser les taux d'intérêt des échéances lointaines, les rendant si possible négatifs en termes réels. L'expérience récente a reposé sur la mise en œuvre, souvent simultanée, de deux outils : le guidage des anticipations (forward guidance) et des achats massifs de titres (Large Scale Asset Purchases — LSAP). L'anticipation des taux d'intérêt à court terme étant un déterminant important des taux d'intérêt à long terme, guider les anticipations des premiers permet d'agir sur la formation des seconds. Les achats de titres peuvent également infléchir la prime de terme, autre composante des taux d'intérêt à long terme.

Le guidage des anticipations sert à convaincre le public que, face à une crise, la banque centrale va garder des taux d'intérêt bas plus longtemps qu'elle ne le ferait en temps normal. Un préalable à sa mise en œuvre est que le public soit convaincu que le plancher à zéro a effectivement été atteint, donc que la banque centrale ne baissera plus son taux directeur ; il risquerait, sinon, d'attendre ce dernier geste pour modifier ses anticipations de taux.

Pour guider les anticipations, les banques centrales peuvent au minimum, communiquer de manière qualitative, c'est-à-dire bien choisir les mots qu'elles emploient, en indiquant par exemple qu'elles seront « patientes » pendant une durée indéterminée avant de remonter les taux d'intérêt et en annonçant leurs prévisions de taux. Elles peuvent aussi s'engager à maintenir leur taux directeur au plancher pendant une période déterminée, quoi qu'il advienne. Un tel engagement est en principe très efficace mais, pour être crédible, il doit être réaliste et cohérent dans le temps. Pour cela, il gagne à être accompagné d'un dispositif de « crédibilité ». Ce dernier peut consister en des opérations, comme les achats de titres (voir infra) ou l'octroi de refinancements à taux zéro pour une période longue, de sorte que la banque centrale « met ses actes en cohérence avec ses pensées » [Valla, 2014]. Il peut aussi consister en l'adoption de règles. À ce titre, il a été suggéré que la banque centrale s'engage à maintenir ses taux au plancher tant que le niveau des prix ou celui du PIB nominal n'aurait pas retrouvé celui correspondant à la cible d'avant crise ou bien tant que des seuils portant sur des variables économiques d'intérêt (croissance, chômage, inflation...) ne seraient pas atteints.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Pratiqué dès la fin des années 1990 par la Banque du Japon, le guidage des anticipations a également été utilisé par la Fed avant la crise, entre août 2003 et mai 2004, sous forme d'annonce qualitative. Pendant la crise, la Fed a d'abord communiqué de cette manière entre novembre 2008 et décembre 2012, puis s'est engagée pour une période minimale ; en janvier 2012, elle a ainsi indiqué ne pas anticiper de hausse de taux « au moins jusque tard en 2014 ». Dans un troisième temps, en décembre 2012, la Fed a adopté des seuils. La BCE a procédé de la même manière en faisant d'abord des annonces qualitatives à partir de mars 2013, puis en septembre 2014 en accordant des refinancements à taux fixe d'une durée allant jusqu'à quatre ans, ce qui l'engageait à reprendre ces liquidités à un taux supérieur si elle voulait dans l'intervalle remonter ses taux.

Le terme « assouplissement quantitatif » (quantitative easing QE) est souvent utilisé pour désigner des achats de titres par la banque centrale destinés à en faire augmenter les cours et donc baisser les taux des titres à revenu fixe. Ce terme est toutefois ambigu : dans l'acception étroite, le QE porte sur des actifs sans risque (émissions des États considérés comme très solvables), par opposition au credit easing (CE) qui porte sur des actifs risqués. Le terme « LSAP », plus général, est utilisé ici.

En principe, des achats de titres par la banque centrale ne devraient pas en modifier les cours puisqu'ils laissent les caractéristiques fondamentales de l'émetteur (comme le risque, l'endettement, etc.) inchangées. Néanmoins, les imperfections de marché expliquent que les interventions de la banque centrale aient souvent un impact sur les cours : les titres achetés deviennent plus rares sur le marché secondaire. Si, pour des raisons institutionnelles, certaines émissions et parmi elles certaines échéances sont plus recherchées par exemple, les titres les plus liquides des émetteurs les moins risqués, alors leurs cours augmentent. Chassés de leur « habitat préféré », les investisseurs réallouent leurs portefeuilles vers d'autres actifs, dont les cours (titres) ou l'offre (crédits) peuvent à leur tour augmenter. La baisse générale des taux obligataires qui en résulte allège le coût de financement des entreprises et des ménages, la hausse des prix des actifs réels (actions, immobilier) produit des effets de richesse et l'offre de crédit par les banques s'accroît, l'ensemble de ces facteurs soutenant la demande.

La Banque du Japon a effectué des achats de titres dès 2001-2005. La Fed a mis en œuvre différents programmes, dits QE1, 2 et 3, entre novembre 2008 et octobre 2014, portant son portefeuille de titres à plus de 4 200 milliards de dollars, soit 24 % du PIB de l'année 2014. Elle a également procédé, entre septembre 2011 et juin 2012, à une extension de l'échéance

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

moyenne de son portefeuille de titres du Trésor. La Banque d'Angleterre a acheté pour 375 milliards de livres de titres entre 2009 et 2012, soit 25 % du PIB de l'année 2012. La BCE a lancé un programme en mars 2015 qui relève réellement, par son objectif de surmonter la limite à zéro des taux d'intérêt, des achats massifs de titres (60 milliards d'euros par mois). Ce programme doit se poursuivre au moins jusqu'en septembre 2016 et tant que l'inflation ne s'établira pas sur un sentier cohérent avec la cible de la BCE. Les programmes précédents d'achat d'obligations couvertes, émises par les banques, dits CBPP1, CBPP2 et CBPP3 (Covered Bond Purchase Program), avaient pour objectif de soutenir l'intermédiation bancaire et se rattachent ainsi davantage à l'usage non conventionnel d'instruments usuels ; quant aux programmes qui visaient, par des achats de titres souverains des pays périphériques de la zone euro (le Securities Market Programme SMP lancé en mai 2010, qui a atteint à son sommet 210 milliards d'euros et a été remplacé en août 2012 par les Outright Market Transactions OMT), à lutter contre une fragmentation de la zone et l'accroissement concomitant des spreads de taux, ils ne relèvent pas à proprement parler des achats massifs de titres.

Il ne sera possible d'établir un bilan de ce large éventail de mesures non conventionnelles qu'après l'exit, c'est-à-dire une fois sortis de ces programmes. En l'état, le diagnostic est difficile à établir : les programmes diffèrent selon les pays et les combinaisons de mesures et il s'agit d'expériences dont on a peu d'exemples dans le passé. Les études qui tentent d'évaluer l'impact s'intéressent à deux types d'effets : internes et internationaux [Drumetz et al. 2015]. S'agissant des effets internes, des travaux essaient de mesurer l'impact des annonces sur les marchés financiers selon la méthode des « études d'événements » : une « fenêtre » temporelle étroite (une ou quelques minutes avant et après l'annonce) vise à en isoler l'impact. Cette approche ne permet toutefois pas d'exclure les effets d'anticipation : une annonce ne constituant généralement pas une surprise totale, son effet peut avoir été anticipé. En outre, dans ce type d'études, un impact immédiat sur les taux d'intérêt est considéré comme permanent. Dans l'ensemble, pour la Fed, il en ressort que le guidage des anticipations aurait eu peu d'impact et que les programmes d'achats d'actifs auraient, au contraire, des effets significatifs de l'ordre de 3 à 4 points de base sur le taux des obligations de l'État fédéral à dix ans pour 100 milliards de dollars d'achats. Dans le cas de la zone euro, les achats d'actifs effectifs (SMP) ou simplement annoncés (OMT), semblent avoir eu un impact significatif sur les spreads souverains, en particulier pour l'Espagne et l'Italie. Quant à l'impact des achats de titres sur la croissance, évalué en intégrant les effets obtenus sur les taux d'intérêt à long terme dans des modèles macroéconomiques, ils auraient procuré un

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

supplément de croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni de 1 % pendant deux ans [Drumetz et al., 2015].

S'agissant des effets internationaux, les achats d'actifs réalisés par la Fed, notamment lors du QE1, ont eu un impact significatif sur les taux d'intérêt à long terme, sur les taux de change et sur ceux des actions. Ils auraient ainsi permis de limiter la récession dans les économies développées mais contribué à une surchauffe économique en 2010-2011 dans certaines économies émergentes (Brésil, Chine, Turquie)¹.

3. L'objectif du financement non conventionnel :

Avant la crise, les choses étaient simples : la banque ventrale avait un seul objectif : la stabilité des prix, c'est-à-dire en fait un taux d'inflation de 2%. Les banquiers centraux avaient tendance à considérer que le fait d'assurer la stabilité des prix était la meilleure contribution possible de la politique monétaire à la stabilité financière et à la stabilité microéconomique. Une étude publiée par la banque nationale de Belgique résume le point de vue dominant avant 2007 quant à l'articulation des politiques monétaire et budgétaire² : *«Le consensus d'avant la crise concernant la conduite de la politique macroéconomique assigne principalement, voire exclusivement, à la politique monétaire le rôle de préserver la stabilité des prix. Cette dernière contribue de ce fait également grandement à la stabilité macroéconomique au sens large, par exemple en lissant les fluctuations conjoncturelles. Selon ce consensus, et conformément au cadre politique européen actuellement en vigueur, la politique budgétaire ne participe pas activement à la stabilisation de l'inflation : elle doit surtout ne pas être un élément perturbateur, et c'est en veillant aux caractères durable et sain des finances publiques, de manière à ne menacer ni la stabilité des prix ni la stabilité macroéconomique, qu'elle y parvient le mieux³»*

Michel Aglietta résume ainsi les principaux dogmes qui structuraient les conceptions de la politique monétaire antérieures à la crise :

- *« La stabilité des prix est une condition suffisante de la stabilité macroéconomique ;*

¹Christian Pfister et Natacha Valla, « L'économie mondiale 2016 », Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2015, P41-P48.

²ALAIN BEITONE, CHRISTOPHE RODRIGUES, Economie monétaire Théories et politiques, op.cit., édition 2017, P301.

³Boecks et Deroose, 2016, P7.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

- *La stabilité des prix est séparable de la stabilité financière, donc la politique monétaire ne doit avoir aucune part dans cette dernière ;*
- *Le taux court piloté par la banque centrale est l'instrument pertinent unique de la politique monétaire ; D4AU*
- *Les banques centrales n'ont à s'occuper que de l'économie domestique.*
Les taux de changes flexibles guidés par les écarts de taux d'intérêt rendent le monde entier stable ¹»

Dans le contexte antérieur à la crise de 2007-2008, un « paradoxe de la crédibilité » est aussi intervenu : les succès passés des banques centrales conduisaient à penser que ces dernières seraient à même de maîtriser des accidents éventuels.

La survenance de la crise et la gravité de ses conséquences ont conduit à un changement d'orientation majeur : *« la grande récession a fait comprendre aux décideurs que la stabilité des prix ne pouvait à elle seule garantir la stabilité financière et qu'elle ne pouvait donc empêcher les crises financières. Il est en outre apparu que les chocs prenant naissance dans le système financier sont susceptibles d'influencer lourdement l'économie réelle et donc aussi les risques pesant sur la stabilité des prix ²»*

Un premier débat porte sur les objectifs de la politique monétaire. Si l'on vise la stabilité des prix, comment faut-il la définir ? Certains économistes, comme Olivier Blanchard (alors chef économiste au FMI), ont proposé, dès 2008, de fixer un objectif de taux d'inflation à 4%. Cela permettrait, selon lui, de disposer de davantage de marge pour diminuer les taux d'intérêt en cas de ralentissement de l'activité économique. En effet, certaines analyses conduisent à penser qu'il aurait été nécessaire, au plus fort de la crise, que la Réserve fédérale des Etats-Unis baisse ses taux directeurs de 4 ou 5 points de plus, mais elle ne pouvait pas le faire puisqu'elle atteignait la frontière du taux zéro. Partir de taux d'intérêt plus élevés serait donc utile en cas de récession et de menace de déflation. Cette proposition de relèvement de la cible d'inflation ne fait pas l'unanimité (et n'a d'ailleurs pas été adoptée). On craint en effet qu'une telle mesure ne parvienne pas vraiment à accroître les anticipations d'inflation et que, en revanche, elle sape la crédibilité chèrement acquise par les banques centrales en matière de lutte contre l'inflation.

¹ Aglietta, 2013, p.42.

²Boecks et al. 2015, p.7.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

D'autres économistes, comme Michel Woodford, ont proposé d'adopter comme objectif de la politique monétaire la croissance du PIB nominal (et non le taux d'inflation). Cela permettrait de traiter de façon symétrique le danger inflationniste. En effet, pour un taux de croissance en volume donné, un ralentissement comme une accélération de l'inflation éloigneraient la croissance du PIB nominal de sa cible et justifieraient une réaction de la politique monétaire¹.

Mais au-delà de la cible de la politique monétaire, c'est la politique macroéconomique dans son ensemble qu'il faut repenser, comme l'indique un rapport du FMI paru en 2010. Le rapport indique notamment qu'un taux d'inflation faible est nécessaire, mais pas suffisant, et qu'il faut redonner toute sa place à la politique budgétaire contra-cyclique². Commentant ce rapport, Olivier Blanchard déclare : « *Les taux d'intérêt ne sont pas très efficaces pour remédier à l'endettement excessif, à la prise excessive de risque ou aux décalages apparents entre les prix des actifs et les fondamentaux de l'économie. Il faut combiner instrument de la politique monétaire et réglementation* »

Un second débat porte sur l'articulation entre l'objectif de stabilité des prix et l'objectif de stabilité financière. Pour certains économistes, il faut en rester à l'application des règles de la politique économique. Selon la règle de Tinbergen, il doit y avoir un instrument pour chaque objectif et, selon la règle de Mundell, chaque instrument doit être affecté à l'objectif à l'égard duquel il est relativement le plus efficace. Dans cette optique, le taux d'intérêt, déterminé par la politique monétaire, doit être affecté à l'objectif de stabilité des prix. Il revient à la banque centrale de viser cet objectif et de gérer cet instrument. L'objectif de stabilité financière, qui doit être atteint par la politique macro-prudentielle, doit être confié à une autorité indépendante distincte de la banque centrale. C'est la position que défend Christian Bordes dans un rapport du conseil d'analyse économique. A l'inverse, ses co-auteurs, pour leur part, s'appuient sur l'expérience antérieure à la crise de 2007-2008 et soulignent que les banques centrales se sont centrées sur la stabilité des prix et ont considéré que le réglage de la liquidité suffisait à assurer la stabilité financière. Or, la crise a constitué la preuve empirique du fait que la stabilité financière n'était pas assurée. Pire, le paradoxe de la crédibilité a conduit les banques à prendre des risques accrus, ce qui a aggravé le risque systématique³.

¹ALAIN BEITONE, CHRISTOPHE RODRIGUES, Economie monétaire Théories et politiques, op.cit. édition 2017, P304.

²Blanchard, Dell'Ariccia, Mauro, 2010.

³ALAIN BEITONE, CHRISTOPHE RODRIGUES, Economie monétaire Théories et politiques, op.cit. ; édition 2017, P305

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Dès lors, ces auteurs proposent de confier à la banque centrale le soin de poursuivre deux objectifs : la stabilité des prix et la stabilité financière. Et, comme il n'est pas possible de s'en tenir à un seul instrument (le taux d'intérêt), il faut confier à la banque centrale le soin de mettre en œuvre une batterie d'instruments macro prudentiels visant à la stabilité financière¹.

¹Bztbèze, Bordes, Couppey-Soubeyran, Plihon, 2011,P124.

Chapitre01 : Généralités sur le financement non conventionnel.

Conclusion du chapitre

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

Il a toujours été reproché à la politique monétaire, ses incertitudes et par voie de conséquences ses risques. Mais depuis la crise de 2008 on lui reproche en plus sa faiblesse et son incapacité, confirmées par la réalité, à relancer l'activité économique une fois que les taux d'intérêt atteignent le niveau zéro, ou une valeur proche de zéro.

Avant la crise (depuis le milieu des années quatre-vingt), les banques centrales (BCs), en particulier celles des pays développés, utilisaient la méthode classique, à travers les instruments traditionnels avec plus au moins de succès pendant la période de la Grande Modération. Après la crise de 2008, pour éviter à la crise économique de se transformer en une sévère dépression, et cela grâce notamment à la mise en œuvre d'instruments non conventionnels par la vertu desquels la relance de l'activité économique a quand même été raisonnablement robuste, notamment dans les pays qui en ont fait un usage massif, tel que les USA.

Les mesures non conventionnelles peuvent prendre des formes différentes, en fonction des priorités définies par les banques centrales (la stabilisation des marchés financiers, la relance du crédit, la lutte contre la déflation), et aussi selon les caractéristiques des systèmes financiers (si le financement de l'économie s'effectue plutôt par les marchés financiers ou par les banques commerciales).

Chapitre 02 :
**Le financement non
conventionnel dans
l'économie algérienne.**

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne

Dans le chapitre précédent, nous avons étudié le cadre théorique de la politique monétaire dans lequel nous avons abordé de manière générale les objectifs, les instruments et du financement non conventionnel en particulier.

En ce début du 21^{ème} siècle, l'économie algérienne est à bout de souffle. Et ce n'est pas faire preuve de catastrophisme que de dire que la situation est particulièrement grave. L'équilibre macro-économique et financier, auquel se livrent depuis plusieurs années les autorités, reflète les conditionnalités imposées par l'ajustement structurel. Après le choc pétrolier de 2014, l'économie algérienne a commencé à croître de nouveau quoique largement en dessous de son potentiel comme avant la crise. Elle reste toutefois fortement déséquilibrée et le niveau de vie a baissé au cours des quatre dernières années. Les facteurs explicatifs sont bien entendu l'ampleur du choc extérieur (une chute brutale de 50% du prix de pétrole), mais également l'absence de politiques macro-économique correctives et cohérentes adoptés en temps opportun après le choc. L'Algérie met en marche la planche à billets, c'est en ce moment crucial que vit le pays.

Ce chapitre est traité en trois sections ; la première est basée sur l'analyse de l'économie algérienne depuis l'indépendance jusqu'à nos jours, la seconde sera précisément consacrée pour la conduite de la politique monétaire en Algérie, en dernier sera le financement non conventionnel en Algérie.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Section01 :l'évolution de l'économie algérienne.

Il est très important de connaître la situation économique de notre pays ainsi les phases par laquelle est passée depuis l'indépendance, c'est ce que nous allons voir dans cette section.

1. La première période : 1962-1985 :

Durant cette période, la croissance économique était dans l'ensemble élevée et stable. Les principales caractéristiques de cette phase étaient les suivants :

1.1 Un système de planification centrale

Après l'indépendance, l'état algérien a suivi le régime socialiste caractérisé par une planification autocentrée. En 1962, le programme de Tripoli estime que le pays doit mettre en place une stratégie de développement tournée vers l'industrie lourde. Cette dernière était considérée comme une industrie de base servant de locomotive aux autres secteurs de l'économie. Le secteur industriel autogéré a été mis en œuvre en Mars 1963. Il concerne 500 petites entreprises dont les activités n'étaient pas diversifiées. Le président de l'entreprise était élu par les travailleurs. Ces derniers n'étaient pas payés par l'état mais ils se partageaient les bénéfices. Ces entreprises n'étaient pas autonomes, elles dépendaient des tutelles bureaucratiques pour les décisions de financement, de commercialisation et d'approvisionnement¹.

1.2 Le modèle de développement

Avec l'arrivée du président Houari Boumediene au gouvernement, trois plans de développement se sont succédés. Le gouvernement adopte un modèle de développement yougoslave : « industrie industrialisant » qui consiste à favoriser une stratégie de « big push » de l'industrie lourde qui entrainera ensuite les autres secteurs. Le pays s'engage alors dans un investissement massif dans le secteur de l'industrie lourde. Cet investissement est financé par les recettes des hydrocarbures.

¹Mohamed Abdelbasset, what macroeconomics factors explain Algeria's poor economic growth; 2003; background paper for the GDN Global Research Project on explaining Growth in Developing countries: The case of Algeria; p4
http://depot.gdnnet.org/gdnshare/pdf2/gdn_library/global_research_projects/explaining_growth/Algeria_growth_final.pdf

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

- Dans le plan quadriennal (1970-1973), 54% de l'investissement public était destiné au secteur industriel (industrie, mine, énergie, hydrocarbure) et seulement 10% au secteur agricole.
- Dans le deuxième plan quadriennal (1974-1977), le montant de l'investissement attribué au secteur industriel a augmenté de 2% atteignant ainsi 56% de l'investissement public. Alors que celui affecté au secteur agricole a diminué de 4% représentant ainsi 6% de l'investissement public. Le secteur de l'industrie lourde remplissait ainsi plusieurs fonctions : une fonction industrielle, une fonction énergétique et enfin une fonction d'accumulation du capital¹.

1.3 Un large secteur public :

Le secteur public durant cette période représentait l'essentiel de l'économie algérienne. Il couvrait plusieurs activités (les banques, les entreprises, les assurances, le commerce extérieur, les administrations.). Les entreprises nationales assuraient la fonction de production et d'emploi. En contrepartie, elles recevaient des subventions, des avances bancaires et un soutien de la part des institutions étatiques comme le trésor.²

Au début, les conséquences de ce choix étaient plutôt positives : une bonne croissance, une diminution du chômage, et une amélioration des conditions de vie.³

Tableau N°2 : les inconvénients du système de planification centrale

Années	Investissement brut (en % du PIB)	Coefficient du capital	La croissance du PIB par habitant (%)
1975-1976	44	3,5	3,5
1977-1978	49,5	4,5	3,85
1979-1980	41	5,5	1,25
1981-1982	37	7	1,55
1983	38	8	1,9
1984	35	8	2,2
1985	33	6	2,3

Source: Mohamed Abdelbasset, whatmacroeconomics factors explain Algeria's poor economic growth, op.cit. p5.

On remarque d'après le tableau que les taux de croissance sont en baisse et ne correspondent pas au montant de l'investissement dépensé pour générer une telle croissance. Ceci montre

²Mohamed Abdelbasset, op.cit, p5

³Antoine Chignier, les politiques industrielles de l'Algérie contemporaine, le développement en faillite des relations entre l'état et appareil de production dans une économie en développement, Mémoire soutenu le 7 septembre 2009 ; p 17. doc.sciencespo-lyon.fr/Ressources/Documents/...a/.../chignier_a.pdf

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

l'inefficience de l'investissement public. En effet, les taux de croissance ont ralenti depuis les années 1970.

2 La période 1985-1998 : Crise, stabilisation et ajustement structurel.

Deux principaux faits caractérisent le début de cette période. L'un est d'ordre structurel, l'autre est d'ordre conjoncturel. Le fait structurel, et doctrinal, consiste dans l'abandon, depuis 1985, de la planification centralisée impérative, comme système d'organisation et de gestion de l'économie³. Dans le même temps, s'amorça la réflexion sur la réforme en vue de la transition vers une économie de marché. Cette réflexion s'était concrétisée par l'arsenal de lois de janvier 1988, notamment celles relatives à l'autonomie des entreprises publiques économiques, qui consacrèrent le principe de désengagement de l'Etat de son rôle d'"investisseur-producteur" pour se consacrer à celui de "régulateur". La promulgation de la loi 90-10 du 10/04/90 relative à la monnaie et au crédit, tout en couronnant la réforme institutionnelle, marque de manière décisive le démarrage du processus de transition à partir du système bancaire. Le fait conjoncturel consiste dans le "contre-choc pétrolier" qui a révélé la fragilité de l'économie algérienne. Cette fragilité est due d'une part, à l'essoufflement, voire l'échec, de la politique de développement fondée sur le modèle des "industries industrialisantes" et la planification centralisée impérative et d'autre part, à la dépendance des hydrocarbures en tant que principale source de financement de cette politique. Ainsi, suite au contre-choc pétrolier qui a vu le prix du baril baisser de moitié en 1986, l'économie algérienne allait connaître une crise profonde prolongée, aggravée par une crise politique et sociale du début des années 1990. Sur le plan économique, la crise a culminé en 1993. Sa résolution a nécessité un traitement de choc. Il fallait recourir au soutien du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale pour élaborer et mettre en œuvre un double plan, de stabilisation macroéconomique et d'ajustement structurel (1994-1998), et rééchelonner la dette extérieure dont le service est devenu insupportable pour la balance des paiements. L'observation des données relatives aux principaux indicateurs macroéconomiques permet de distinguer clairement entre deux grands moments. Le premier se situe dans la sous-période 1985-93 ; c'est la crise économique. Le second se situe dans la sous-période 1994-98 ; c'est la stabilisation macroéconomique et l'ajustement structurel.

2.1 La crise économique (1985-1993)

La première sous-période se caractérise par une nette tendance à la stagnation, voire à la régression, de la croissance économique accompagnée d'une inflation galopante et d'un

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

chômage croissant. C'est peu dire qu'il s'agissait d'une situation de stagflation⁴. En effet, on a d'un côté, le PIB qui régresse et, de l'autre, l'inflation et le chômage qui augmentent. La cause directe de la régression économique remonte au contre-choc pétrolier de 1985/86. La division par deux du prix du baril, qui passe, en moyenne, de 29,9\$ en 1985 à 14,9 \$ en 1986, a réduit à due concurrence les ressources en devises du pays. En plus de la réduction de leur montant, leur pouvoir d'achat s'était également amenuisé du fait de la dépréciation du dollar mettant ainsi en difficulté le système productif algérien qui dépendait fortement d'intrants importés. Ce sont donc les termes de l'échange du pays qui se sont effondrés.

Cette crise de la croissance économique est devenue, au fil des ans, une récession durable. Elle a atteint un record de $-2,1\%$ en 1993. L'inflation, de plus en plus ouverte, est alimentée par un déficit budgétaire accru accompagné d'une croissance excessive de la masse monétaire (M2).

Historiquement, on peut faire remonter l'origine de l'inflation des années 90 à la période de la planification centralisée. La principale cause résidait dans le financement monétaire accru des investissements planifiés, notamment à partir des années 76/77 et plus particulièrement durant la première moitié des années 80, avec la "rebudgétisation" des dépenses des investissements planifiés. Dans le même temps, la production était loin d'être au rendez-vous. Mais en raison du contrôle administratif des prix, l'inflation fut largement réprimée. Ce n'est qu'avec la libéralisation de l'agriculture et donc des prix des produits agricoles, à partir des années 1982/83, que l'inflation devint partiellement ouverte. A partir de 1987/88, le taux de change du dinar, qui était également sous contrôle administratif, entra dans une phase d'ajustement progressif discrétionnaire, appelé alors glissement contrôlé. La première dévaluation, annoncée officiellement, a eu lieu en septembre 1991, elle était de 20%. Il s'agissait de la mise en œuvre d'une des principales mesures de l'accord de confirmation (standby agreement) avec le FMI (06/1991–05/1992). Au total, le taux de change, qui était de 4,85 DA pour 1 \$US à fin 1987, a atteint 19 DA pour 1 \$US à fin 1991, soit une dépréciation nominale de près de 300%. La levée progressive du contrôle administratif des prix, au cours des années 1990/95, ne pouvait que faire exploser l'inflation. Et à l'inflation domestique, s'ajoutait l'inflation importée suite à la libéralisation progressive des importations et la poursuite de l'ajustement du taux de change du dinar (entendre dévaluation discrétionnaire).

Le comportement du solde budgétaire est lié fondamentalement à la conjoncture pétrolière et à l'évolution du taux de change DA/\$US. Ceci se comprend dans la mesure où 50 à 60% des

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

recettes budgétaires ont pour origine la fiscalité pétrolière. Le budget dépendait donc substantiellement des recettes d'exportations des hydrocarbures, dont les prix sont libellés en dollar US, et, bien entendu, du taux de change dinar/dollar. Par ailleurs, l'aggravation de la crise sur les fronts politique et social, en ce début des années 1990, a conduit les pouvoirs publics à accorder d'importantes augmentations des traitements des fonctionnaires et des salaires des travailleurs des entreprises publiques⁵, ce qui aggrava et le déficit public et le déficit des entreprises publiques. Or, ces dernières, structurellement déficitaires, finançaient les salaires par des découverts bancaires. Les banques, qui étaient alors toutes publiques, étant elles-mêmes structurellement illiquides, se refinaient automatiquement, et souvent à découvert, auprès de la Banque centrale. Ainsi, le déficit budgétaire et les découverts bancaires donnaient lieu automatiquement à la création de la monnaie de base (monnaie fiduciaire). Mais à partir de 1992, les découverts bancaires, qui sont en réalité des quasi-déficits budgétaires, sont progressivement transformés en dette publique puisqu'ils sont rachetés par le Trésor en contrepartie d'obligations rémunérées au profit des banques, ce qui contribue à l'aggravation du déficit budgétaire.

2.2 Stabilisation macroéconomique et ajustement structurel (1994-1998)

Dans un premier temps, les principaux problèmes immédiats auxquels il fallait urgemment s'attaquer étaient donc la contrainte financière extérieure et l'inflation. Eu égard à la gravité de la situation, la solution de la contrainte financière extérieure a imposé le recours au rééchelonnement de la dette extérieure. Cependant, le rééchelonnement ne pouvait être obtenu sans le soutien préalable des institutions de Bretton Woods. Ceci s'est concrétisé, dans un premier temps, par un programme de stabilisation macroéconomique d'une année.

Dans un deuxième temps et sur la base des résultats du programme de stabilisation, il fallait s'atteler à redresser la courbe de la croissance économique de manière durable permettant de créer suffisamment d'emplois pour au moins stabiliser le chômage. Cet enchaînement n'était cependant pas simple puisqu'il fallait en même temps poursuivre le processus de transition, c'est-à-dire les réformes structurelles. Ceci a conduit à l'élaboration, toujours sous l'égide des institutions de Bretton Woods, d'un programme d'ajustement structurel de trois ans.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

a. Le programme de stabilisation macroéconomique :

Le programme de stabilisation macroéconomique a couvert une période d'une année allant du 10/04/1994 au 31/03/1995. Etant donnée la situation décrite précédemment, la stabilisation impliqua la mise en avant d'un ensemble d'objectifs externes et internes.

- **Au plan externe**, l'objectif prioritaire était de soulager la balance des paiements. Pour cela, il fallait :

- réduire le fardeau du service de la dette extérieure à un niveau supportable ; et
- ajuster le taux de change du dinar (le dévaluer).

- **Au plan interne**, l'objectif prioritaire était de ralentir les rythmes de l'inflation. Pour cela, il fallait notamment :

- contenir l'expansion de la masse monétaire, dans des limites raisonnables ; et
- réduire sensiblement le déficit budgétaire. Toujours sur le plan interne, il fallait mettre fin à la récession.

Pour ce qui est des objectifs (quantitatifs) internes, leur réalisation a été confiée à des politiques budgétaire et monétaire devant être mises en œuvre de manière coordonnée.

Les résultats obtenus, grâce à la mise en œuvre de toute cette instrumentation, peuvent être résumés dans ce qui suit :

- le taux de croissance de la masse monétaire (M2) devait passer de 21,5 % à fin 1993 à 15% à fin 1994. Dans les faits, il a été de 15,4 % ;
- le taux de croissance de la masse monétaire (M2) devait passer de 21,5 % à fin 1993 à 15% à fin 1994. Dans les faits, il a été de 15,4 % ;

Au total, les résultats macro-financiers et macro-monétaires étaient donc plus que satisfaisants.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

b. Le Programme d'Ajustement Structurel

Le Programme d'Ajustement Structurel (PAS) a couvert la période de trois années allant du 1^{er} avril 1995 au 31 mars 1998. Venant à la suite du programme de stabilisation, le PAS devait viser les principaux objectifs suivants :

- la préservation et la consolidation des résultats du programme de stabilisation sur les plans interne et externe ;
- la relance de la croissance économique qui soit durable et à fort contenu emploi permettant de réduire le chômage ;
- la poursuite et l'approfondissement des réformes structurelles :
 - Sur le plan interne : poursuite de la libéralisation des prix, réforme du secteur bancaire, privatisation des entreprises publiques (y compris l'une ou l'autre banque)
 - Sur le plan externe : poursuite de la libéralisation du commerce extérieur, mise en place d'un régime de change flexible (établissement du marché interbancaire des changes, convertibilité du dinar en matière de services : santé, éducation, tourisme...) et réduction de la protection douanière dans la perspective d'adhésion à l'OMC ;
- l'amélioration du filet de protection des couches sociales les plus exposées aux retombées négatives de l'ajustement structurel notamment, par la mise en place du système d'allocation-chômage.

Aussi, fallait-il poursuivre les démarches auprès des différents créanciers pour obtenir un rééchelonnement conséquent de la dette extérieure restante afin de réduire substantiellement le poids de son service sur la balance des paiements. Dans le même temps, il était nécessaire d'obtenir des financements, en argent frais, auprès des institutions financières internationales pour soutenir le programme. Sur le plan interne, la réalisation de ces objectifs a nécessité la mise en œuvre d'une combinaison de politiques économiques à court et moyen terme conjoncturelle et structurelle. La politique structurelle devait prendre en charge la poursuite et l'approfondissement du processus de transition vers l'économie de marché par la réforme des structures existantes et/ou la mise en place de structures compatibles avec les mécanismes de marché (liberté des prix, liberté du commerce extérieur, convertibilité, marché des changes,). La politique conjoncturelle devait, quant à elle, comprendre des mesures essentiellement financières et monétaires permettant de préserver les acquis du programme de stabilisation et

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

d'asseoir les bases de la relance de la croissance économique permettant de stabiliser le chômage d'abord et de le réduire, ensuite. C'est dans cette perspective que les politiques budgétaire et monétaire ont été conçues et conduites, durant cette période, sous l'œil vigilant du FMI et de la Banque mondiale.

Globalement, les principaux résultats quantitatifs obtenus peuvent être résumés dans ce qui suit :

- **Sur le plan externe :**

- le rééchelonnement de plus de 10 milliards \$US de la dette extérieure publique et privée a été obtenu, ramenant ainsi le ratio de son service de 47,2% en 1994 à 30,3% en 1997, avant de remonter à 47,7% en 1998 ;

- la balance courante qui devait rester déficitaire a été finalement excédentaire avec un solde de 2 et 7% du PIB en 1996 et 1997, respectivement, avant de redevenir déficitaire en 1998 avec un solde de -1,9% ;

- l'obtention de 2,23 milliards \$US de financement en argent frais (auprès du FMI, de la BM et du FMA) a permis d'accroître les réserves de change qui ont atteint 4,2 et 8 milliards \$US couvrant 4,5 et 9,4 mois d'importations pour les deux années 1996 et 1997, avant de baisser à 7,6 milliards en 1998, suite au déficit du compte courant ;

- la poursuite de l'ajustement du taux de change nominal du dinar qui passe, en moyenne annuelle, de 47,7 DA pour 1\$US en 1995 à 58,7 DA pour 1\$US en 1998, soit un ajustement total de 23% avec un rythme annuel moyen de moins de 5%.

- **Sur le plan interne :**

- le taux de croissance du PIB réel, qui devait se situer entre 5 et 6% à partir de 1996 et 1997, n'a été que de 4,1% et seulement de 1,1%, pour les deux années respectivement, avant de culminer à 5,1% en 1998.

- le taux de chômage, qui devait se stabiliser entre 22% et 23%, s'était aggravé en s'élevant à plus de 28 % et à 28,3% pour les trois années du programme ;

- le taux d'inflation a connu une chute libre en passant de près de 30 % en 1995 à 18,6% en 1996, 5,7% en 1997 et 5% en 1998. De ce fait, les taux d'intérêt sont devenus largement positifs en termes réels ;

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

– le solde budgétaire est devenu positif et s'éleva à 3% et 2,4% du PIB en 1996 et en 1997, respectivement, avant de redevenir négatif en 1998 suite à la baisse d'un tiers du prix du baril que la faible hausse du taux de change du dinar de moins de 2% n'a pu compenser.

En guise de conclusion, on peut constater que le PAS a permis la consolidation des résultats positifs du programme de stabilisation : c'est-à-dire les résultats macro financiers et macro-monétaires internes et externes. Il a cependant échoué quant à la relance de la croissance et surtout, quant à la stabilisation du chômage. De plus, les réformes structurelles les plus importantes : restructuration/privatisation des entreprises publiques, la réforme du secteur bancaire..., pour ne citer que celles-ci, n'avaient même pas démarré de manière sérieuse. Au mieux, des textes législatifs et/ou réglementaires les concernant furent promulgués. Ce constat a conduit M. Ahmed Benbitour (2005), ancien Chef de Gouvernement et l'un des principaux artisans de ces programmes, à relever : « Une contradiction notable entre le succès de la stabilisation macroéconomique et l'échec de l'ajustement du secteur réel ». Ceci nous amène à la période suivante.

3 La période 2000-2014 Le retour de l'Etat investisseur

Les deux programmes de stabilisation macroéconomique et d'ajustement structurel ont permis de rétablir de manière significative les équilibres macro-financiers et macro-monétaires internes et externes. Dans le même temps, la régression du PIB a été arrêtée et sa croissance a repris dès 1995 sa pente positive. Cette croissance était cependant insuffisante notamment en liaison avec le chômage qui ne cessait d'augmenter. Il fallait donc relancer la croissance économique qui soit la plus créatrice d'emplois, tout en consolidant les autres équilibres macroéconomiques chèrement obtenus. Pour ce faire et avec l'amorce d'une conjoncture favorable sur les plans économique (notamment la reprise favorable du prix du pétrole) mais aussi politique, sociale et sécuritaire, les pouvoirs publics ont décidé d'engager une politique budgétaire résolument expansionniste. Ainsi, d'importants programmes pluriannuels d'investissements publics ont été élaborés et mis en œuvre depuis 2001 et se poursuivent encore. Avant d'exposer les résultats de cette politique à travers les principaux indicateurs macroéconomiques, il est utile d'en dire un mot.

3.1 La problématique de la relance de la croissance des années 2000 :

Afin de consolider les résultats positifs obtenus dans le cadre des programmes de stabilisation et d'ajustement structurel (1994-1998), notamment avec le retour de la conjoncture pétrolière

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

favorable, après une détérioration conjoncturelle en 1998/1999, les pouvoirs publics ont fixé, pour le court et moyen terme, les principaux objectifs suivants :

- Le soutien à la relance de la croissance économique par la dépense publique ;
- La réduction du chômage ;
- La sécurisation des finances publiques contre les chocs externes inhérents à la volatilité du prix du pétrole.

Parallèlement, ils devaient prendre une série de mesures d'ordre socio-économique en direction des couches sociales les plus vulnérables (les jeunes) et de certains secteurs (l'agriculture, le rural...). Pour atteindre ces objectifs, une batterie d'instruments sont mis en œuvre dont les principaux sont :

- Une programmation pluriannuelle de relance de l'activité économique : le Programme de Soutien à la Relance Economique : PSRE 2001-2004, suivi du Programme Complémentaire de Soutien à la Croissance : PCSC 2005-2009, lui-même suivi du programme quinquennal 2010-2014 ;
- Un programme spécial pour le développement de l'agriculture (PNDA) ;
- Un fonds spécial pour gérer les surplus de recettes issues de l'exportation des hydrocarbures (le Fonds de Régulation des Recettes : FRR) ;
- Des actions en direction du crédit bancaire (éligibilité des jeunes ayant reçu l'aval de l'ANGEM et l'ANSEJ aux crédits bancaires à taux bonifiés, effacement et restructuration des dettes de PME envers les banques publiques...).

Seront considérés ici les programmes pluriannuels qui constituent les principaux instruments de relance et de soutien à la croissance économique. En quoi consistent ces programmes ?

a) Le programme de Soutien à la Relance Economique (PSRE).

Comme son nom l'indique, le PSRE est destiné à la relance de la croissance économique. Les principales actions qui y sont inscrites concernent : la dynamisation des activités productives (en particulier dans l'agriculture et la pêche), le développement des biens et services collectifs (hydraulique, transports, télécommunications, routes, aménagement des zones industrielles...), le développement local, le développement des ressources humaines (formations professionnelle et universitaire) et l'amélioration du cadre de vie des citoyens.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Ces activités devront être soutenues par un ensemble de mesures d'ordre institutionnel notamment:

- la création d'organismes pour la promotion et le soutien de l'emploi des jeunes (ANGEM : Agence Nationale de Gestion du Microcrédit ; ANSEJ : Agence Nationale de Soutien à l'Emploi des Jeunes) ;
- le renforcement de l'encouragement de l'investissement privé national et étranger (Révision du Code de l'Investissement et transformation de l'APSI qui devient ANDI : Agence Nationale de Développement de l'Investissement) ;
- la création de fonds et caisses de garantie de crédits pour les PME (FGAR : Fonds de Garantie des Crédits aux PME ; CGCI : Caisse de Garantie de Crédits d'Investissement pour les PME)

Les fonds alloués à ce programme, via le budget de l'Etat, étaient de 525 milliards DA répartis comme suit :

- relance des activités productives (agriculture et pêche...)65,3 (12,4%);
- développement local.....114,0 (21,7%);
- grands travaux, infrastructures,.....210,5 (40,1%) ;
- développement des ressources humaines.....90,2 (17,2%);
- soutien aux réformes institutionnelles.....45,0 (8,6%).

b) Le Programme Complémentaire de Soutien à la Croissance (PCSC) :

Le PCSC est conçu pour prendre le relais du PSRE, non seulement pour préserver les acquis de ce dernier mais aussi et surtout, pour accroître les possibilités de croissance économique en compatibilité avec la création du maximum d'emplois permettant de réduire significativement le chômage. La raison de fond était que dans l'état de faiblesse où se trouvait l'économie nationale, il aurait été très préjudiciable pour la croissance économique, et donc pour l'emploi, de réduire, voire tout simplement de laisser stagner les dépenses publiques, tout particulièrement les dépenses d'équipement. En effet, la croissance économique avait, certes, repris avec le PSRE, mais elle demeurait encore fragile dans la mesure où elle est tirée principalement par les hydrocarbures. Par ailleurs, le chômage continue de diminuer année

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

après année, mais il demeure encore trop élevé : 17,7 % en 2004. Il n'était donc pas permis de s'arrêter en si bon chemin, d'autant plus que la conjoncture pétrolière était plus que jamais favorable et a permis de constituer une épargne budgétaire appréciable et d'accumuler des réserves de changes considérables permettant d'approvisionner convenablement l'économie à la fois en biens d'investissement et en produits intermédiaires.

Aussi, le rythme de l'inflation était remarquablement stabilisé à un niveau suffisamment bas, autour de 3 %, ce qui devait permettre de relancer la croissance économique dans de bonnes conditions de stabilité monétaire. Cependant, ces "bonnes" conditions risquent de se détériorer (retour de l'inflation) si la dynamique monétaire l'emporte sur la dynamique réelle. A ce propos, un double constat a été fait, à savoir que :

- D'un côté, on accumule d'importantes ressources financières ;
- De l'autre, on n'arrive toujours pas à les transformer, en proportion suffisante, en financement de l'investissement productif (hors hydrocarbures).

Il semble que la raison de fond qui expliquerait ce constat réside dans une double faiblesse :

- La faiblesse de la capacité d'absorption de l'investissement dont souffre l'économie nationale, hormis le secteur des hydrocarbures ; et
- La faiblesse de la capacité d'intermédiation qui caractérise le système bancaire et financier national.

Pour ce qui est de "la capacité d'absorption de l'investissement" d'une économie, l'on convient qu'elle réside fondamentalement dans l'aptitude de sa ressource humaine, le collectif travailleur, à utiliser efficacement les moyens de production mis à sa disposition. Il y a plusieurs facteurs dont l'amélioration contribue assurément à l'amélioration de cette aptitude et donc à l'amélioration de la capacité d'absorption. Parmi ces facteurs, on peut souligner notamment : le niveau de la consommation individuelle ; l'état de santé de la population ; son niveau d'éducation et de formation. Ce sont là les principaux facteurs ou, ce que l'on appelle de nos jours indices de développement humain. L'organisation de l'économie et son management, le développement des infrastructures matérielles et le niveau de développement des institutions sont également autant de facteurs permissifs de l'élargissement de la capacité d'absorption de l'investissement d'une économie.

Bref, ce sont tous les thèmes de développement humain, de gouvernance, de libertés économiques et de développement infrastructurel et institutionnel qui se trouvent mis en

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

cause. Il importe de souligner, à propos du développement institutionnel d'un point de vue économique, le rôle des institutions bancaires et financières en tant que vecteur permissif ou bloquant pour le développement de l'économie, en général et de son noyau productif, en particulier. Il est en effet reconnu que la faiblesse et l'inefficacité du système bancaire et financier algérien contribuent pour une large part à la faiblesse et à l'inefficacité de l'allocation des ressources financières disponibles.

C'est donc à juste titre que la réforme et le développement de ce secteur ont constitué, et continuent de l'être, une priorité des pouvoirs publics. C'est toute cette problématique qui semble constituer la trame du PCSC et les différents facteurs en forment le contenu. Le montant alloué à ce programme n'a cessé d'évoluer d'un conseil de gouvernement à l'autre en fonction de la conjoncture interne, la réévaluation des projets et de l'évolution favorable du prix du baril. Ce montant est passé ainsi de 4200 à 7200, puis à 8700 milliards de dinars (soit environ 115 milliards \$US), en intégrant les programmes spéciaux pour les régions du Sud et des Hauts Plateaux. L'enveloppe initiale (4200 milliards) a été répartie comme suit :

- Développement humain :.....45,4 % ;
- Développement infrastructurel :.....40,5 % ;
- Soutien économique :.....8,0 % ;
- Développement du service public administratif4,9 % ;
- Développement des TIC.....1,2%.

Cette répartition montre bien la priorité qu'accordaient alors les pouvoirs publics au développement humain (logements, éducation, santé, développement régional) et de l'infrastructure économique de base (transports : routes-rail-ports, travaux publics, eau...) en leur allouant respectivement plus de 45% et de 40% du budget. Il est indéniable que la réalisation de tels projets est de nature à offrir d'importantes externalités positives à l'investissement et améliorer considérablement la capacité de son absorption par l'économie nationale. Cela devra se faire sentir au niveau de l'efficacité de l'investissement et donc de la croissance économique globale.

Cette répartition montre bien la priorité qu'accordaient alors les pouvoirs publics au développement humain (logements, éducation, santé, développement régional) et de l'infrastructure économique de base (transports : routes-rail-ports, travaux publics, eau...) en leur allouant respectivement plus de 45% et de 40% du budget. Il est indéniable que la

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

réalisation de tels projets est de nature à offrir d'importantes externalités positives à l'investissement et améliorer considérablement la capacité de son absorption par l'économie nationale. Cela devra se faire sentir au niveau de l'efficacité de l'investissement et donc de la croissance économique globale.

c) Le programme développement quinquennal 2010-2014.

En date du 10/05/2010, le conseil des ministres a adopté un programme de dépenses publiques colossal pour la période quinquennale 2010-2014. Le montant de l'investissement public retenu dans le cadre de ce programme était de quelques 21 214 milliards DA (soit 286 milliards \$US). Il couvre deux volets:

- Le parachèvement des projets déjà entamés (rail, routes, eau...) pour un montant de 9 700 milliards DA (soit 45,7%) ; et
- L'engagement de nouveaux projets pour un montant de 11 534 milliards DA (soit 54,3%).

Globalement, le budget est réparti entre les principaux axes comme suit :

- Développement humain :.....44,2 % ;
- Développement infrastructurel:.....38,7 % ;
- Développement des services publics :.....8,5 % ;
- Soutien économique :.....7,8 % ;
- Divers (aménagement du territoire, TIC...) :0,8 %.

On constate que ce programme poursuit et renforce les priorités du programme précédent. En effet, le poste "développement humain" s'accapare à lui seul quelques 44,2% du montant du programme, comme on le lit dans le communiqué du conseil des ministres du 24/04/2010 : « Doté d'une enveloppe financière globale de l'ordre de 286 milliards de dollars (21.214 milliards DA), ce programme, adopté lundi par le Conseil des ministres, consacre un budget conséquent de 9.386,6 milliards DA à cet important volet qui englobe une amélioration de l'enseignement à travers ses différents paliers (primaire, moyen, secondaire, universitaire et la formation professionnelle), une prise en charge médicale de qualité, de meilleures conditions d'habitat, d'alimentation en eau et en ressources énergétiques ».

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Le deuxième secteur prioritaire est celui des infrastructures de base (travaux publics, transports...) qui s'est vu allouer quelques 8200 milliards de dinars. A eux seuls, ces deux secteurs se sont accaparés de près de 83% du montant total du programme. Le développement des services publics (justice, administrations...) a reçu 1800 milliards de dinars, suivi du soutien à l'économie (agriculture, PME...) avec 1650 milliards de dinars. Le développement industriel quant à lui, il devait bénéficier de quelques 2000 milliards de dinars de crédits bancaires bonifiés. Cette politique budgétaire expansionniste devait constituer l'effet de levier pour l'investissement productif (grâce aux commandes publiques) pendant qu'elle lui offre d'importantes externalités positives : infrastructures économiques, sociales et institutionnelles considérables.

C'est donc à l'aide d'une politique budgétaire expansionniste que les pouvoirs publics comptaient relancer la croissance économique aussi forte que possible permettant de créer le maximum d'emplois et résorber le chômage aussi rapidement que possible et, par là-même, améliorer les conditions de vie de la population. Il convient donc d'apprécier les résultats en la matière suite à la mise en œuvre de ces programmes. Mais avant cela, il est utile de dire un mot sur l'importance de l'effort d'investissement effectif consenti par les pouvoirs publics durant cette période (2000-2014).

3.2 L'importance de l'investissement public Globalement :

Le flux de l'investissement, l'investissement total (brute), a évolué de manière croissante sur l'ensemble de la période (voir tableau 1 et graphique 10). Il a représenté près de 37%, en moyenne, du PIB sur la période avec un pic de près de 47% en 2009. Consacrer plus d'un tiers du PIB à l'investissement est un effort considérable. Rares sont les pays qui y parviennent. L'investissement public effectif, c'est-à-dire les dépenses budgétaires d'équipement, a également évolué de manière croissante bien qu'un peu moins vite que l'investissement total.

Après une accélération à partir de 2005, avec le démarrage du PCSC, il se stabilise entre 2009 et 2011, avec un léger recul en 2010, comme faisant écho à la crise des subprimes. Mais il n'a pas tardé à reprendre son ascension avec le retour de la conjoncture pétrolière favorable et le lancement du deuxième programme quinquennal 2010-2014. Sur l'ensemble de la période, l'investissement public a représenté en moyenne près de 13% du PIB et plus de 35,6% de l'investissement total. On a ainsi un dinar d'investissement public pour près de deux dinars d'investissement de l'ensemble des secteurs d'activité économique, ce qui devait permettre à

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

ces derniers de bénéficier d'importantes externalités. L'on doit donc s'attendre à des résultats positifs conséquents en matière de croissance, de créations d'emplois et d'amélioration du niveau de vie de la population...Qu'en est-il dans la réalité ?

3.3 Les principaux résultats des trois programmes (2000-2014).

Il est indéniable que le contexte économique, social, politique et sécuritaire qui caractérise cette période est radicalement différent de celui qui a prévalu durant la période précédente. Sur les plans social, sécuritaire et politique, on ne peut que constater le retour progressif palpable de la sécurité, l'apaisement du front social et une stabilité politique appréciable. Sur le plan économique, les principaux indicateurs macroéconomiques montrent que cette période est à l'opposé de la période précédente. En effet, on observe, ce qui suit :

- La croissance économique (PIB) est continuellement positive, bien qu'elle enregistre un net recul depuis 2006 ;
- L'inflation est relativement modérée et stabilisée, tout en enregistrant une tendance à la hausse depuis 2009 ;
- Le chômage, qui a culminé à près de 30% en 2000, n'a cessé de diminuer pour se stabiliser autour de 10% depuis 2009 ;
- La balance des paiements courants est largement excédentaire, à l'exception l'année 2009 où furent fortement ressentis les effets de la crise financière mondiale de 2008;
- Une forte aisance des finances publiques dégagant une importante épargne budgétaire publique¹⁶.
- La dette extérieure et le poids de son service n'ont cessé de diminuer avant de devenir quasi insignifiants à partir de 2006, suite au remboursement anticipé de la dette rééchelonnée ;
- De ce fait, les réserves de change, qui ne couvraient qu'un peu plus de quatre mois d'importations en 1999, en couvrent plus de trois ans depuis 2006 malgré la multiplication de leur valeur par plus de 2,2 entre 2000 et 2006 et par près de 2,6 entre 2006 et 2013. Finalement, l'Algérie, d'un pays lourdement endetté, est devenue, depuis 2003, un créancier net du reste du monde.

Parmi tous ces résultats, je me propose d'apprécier, de manière approfondie, les principaux en liaison avec les principaux objectifs que se sont fixés les pouvoirs publics. Il s'agit notamment :

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

- de la relance de la croissance économique ;
- de la réduction du chômage ;
- de l'amélioration des conditions de vie de la population ;
- de la stabilisation de l'inflation.

Si les trois premiers objectifs sont à mettre en liaison avec la politique budgétaire, le quatrième est à mettre en liaison avec la politique monétaire¹.

4 L'économie algérienne après le choc pétrolier de 2014 :

La chute des cours des hydrocarbures, entamée depuis le second semestre 2014 sur le marché international, n'est pas la bienvenue pour l'économie algérienne car elle menace directement la rente liée aux exportations d'hydrocarbures et un creusement des déficits budgétaire et extérieur, qui pourrait emboîter le pas aux différents projets lancés par le gouvernement. Cette situation met à nouveau en cause l'économie algérienne dans son ensemble et pointe la nécessité de réformes. Avec 97% des revenus d'exportations provenant du pétrole et du gaz, l'Algérie est en permanence soumise à la hausse ou la baisse des prix des matières premières sur le marché mondial.

4.1 La croissance économique :

L'économie algérienne a réalisé une croissance de 3,3% en 2016 contre 3,7% en 2015. Cette croissance reste appréciable et est pour l'essentiel tirée par le secteur des hydrocarbures qui connaît en 2016 un véritable rebond avec une croissance de sa valeur ajoutée de 7,7% contre 0,2% en 2015. A l'inverse, le taux de croissance du PIB hors hydrocarbures est en décélération en 2016 avec 2,3% par rapport à 5% en 2015. Le taux de croissance des activités hors hydrocarbures en 2016 constitue la plus faible performance enregistrée sur la période 2000-2016. Le PIB nominal passe de 16702,1 milliards de DA en 2015 à 17406,8 milliards de DA en 2016, soit une hausse en valeurs courantes de 4,2%².

Le tableau ci-dessous retrace l'évolution du taux d'accroissement (%) en volume du PIB, de la PIB et du PIB hors hydrocarbures (PIB HH) sur la période 2011 à 2016

¹ Ilman, Med cherif « Evolution de l'économie algérienne : 1985-2014 Un exercice d'analyse macroéconomique ».

² www.ons.dz, août 2017, Op.cit.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Tableau N°3 : L'évolution du taux d'accroissement (%) en volume du PIB, la PIB et le PIB hors hydrocarbures.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
La PIB	2,5	3,2	2,5	3,5	3,7	3,7
Le PIB	2,9	3,4	2,8	3,8	3,7	3,6
Le PIB HH	6,1	7,2	7,3	5,6	5,0	2,3

Source. www.ons.dz, août 2017

4.2 L'inflation :

Depuis le début de la chute des prix de pétrole en 2014, l'inflation en Algérie poursuit sa hausse pour s'établir à 6.4 % en 2016 contre 4.8 % en 2015, après deux années consécutives de baisse en 2013 (3.3 %) et 2014 (2.9 %), au lendemain du pic de 2012 (8.9 %). Cette poussée inflationniste résulte de l'augmentation des prix des biens manufacturés (+9.9 %) et des services (+7.3 %) qui à eux seuls constituent près de 60 % de l'indice des prix. Plusieurs hypothèses sont avancées pour expliquer cette évolution, notamment l'impact des restrictions aux importations, la dépréciation du dinar, l'augmentation des prix du carburant de 30 %, le FMI prévoit une inflation en légère baisse, à 4,8% en 2017¹.

4.3 Le chômage :

Selon l'office national des statistiques le niveau de chômage (en pourcentage de la population active) atteint 11,2% en 2015 contre 10.6% en 2014, soit une augmentation de 0.6%.

En avril 2017, le taux de chômage a atteint 12,3% contre 10,5% en septembre 2016, selon l'ONS, le taux de chômage a baissé essentiellement chez les hommes à 8,2% en avril 2016 (contre 9,9% en septembre 2015) tandis que chez les femmes, le taux de chômage a connu une quasi-stagnation en s'établissant à 16,5%².

4.4 Les dépenses et les recettes publiques :

Constituant une source importante du budget public, les revenus des exportations des hydrocarbures, dont la baisse a été plus marquée au cours du premier semestre 2015 (43,7 %), ont assuré des recettes budgétaires moindres à l'État, au cours du premier semestre 2015 avec des répercussions négatives sur l'investissement public.

¹ FISCHMAN. A, « Situation économique de l'Algérie : perspectives 2017 », 2017 P20.

² Article de L'ONS, www.ons.dz

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Cette situation s'est manifestée à travers notamment une forte baisse de la fiscalité pétrolière recouvrée (-33 %), l'épargne nationale du FRR (Fond de Régulation des Recettes) a connu une baisse importante, passant de 26 % du PIB en 2014 à 12.5 % en 2015, puis à 4.5 % 2016, le déficit budgétaire a atteint 15 % et 13 % du PIB en 2015 et 2016, et une tendance à la hausse du niveau d'endettement de l'État (plus de 844 milliards de dinars à juin 2015). Les ressources de FRR se sont contractées de plus de 33 % depuis juin 2014 à 3441.3 milliards de dinars avec plus de 967 milliards de prélèvements à fin juin 2015 (4408 milliards de dinars en 2014)¹.

L'institution monétaire internationale a, par contre, abaissé son estimation de la croissance pour 2018, la situant à 1,4% contre 2,1% attendue dans l'édition d'avril. En 2024, la croissance du PIB réel algérien devrait chuter à 0,8%, selon le FMI. Pour ce qui est du déficit de la balance du compte courant, il augmentera cette année, selon les mêmes prévisions, à -12,6% du PIB (contre une prévision de -12,5% anticipée en avril dernier).

Ce déficit, qui a été de -9,6% en 2018, devrait représenter -11,9% du PIB en 2020 (contre -9,3% du PIB prévu en avril dernier) avant de descendre à -6,9% en 2024. L'estimation du taux de chômage a, quant à elle, été maintenue à 11,7% en 2018, mais devrait augmenter à 12,5% en 2019 (contre une prévision de 12,6% faite en avril) et à 13,3% en 2020 (contre une prévision de 13,7% en avril).

Selon les mêmes projections, l'indice des prix à la consommation en Algérie devrait se situer à 2% seulement en 2019, contre une prévision de 5,6% faite en avril dernier. Et alors que la prévision d'inflation était de 6,7% pour 2020 dans le rapport d'avril dernier, la nouvelle édition abaisse ce taux à 4,1%. Pour 2018, l'inflation est restée maintenue autour de 4,3% (même prévision en avril). En 2024, elle devra grimper à 8,7%, selon le FMI.

Dans les conclusions de sa dernière évaluation de l'économie algérienne, rendues publiques en juin 2018, l'institution de Bretton Woods avait soutenu que l'Algérie disposait d'une fenêtre d'opportunités pour « atteindre le double objectif de stabilisation macroéconomique et de promotion d'une croissance durable ». A noter que la Banque mondiale, dans son dernier rapport de suivi de la situation économique en Algérie (octobre 2019), a prévu une croissance de l'économie algérienne de 1,9% en 2020 contre 1,5% au premier trimestre 2019 et 1,5% en 2018, évoquant « une croissance lente » du secteur des hydrocarbures, conjuguée à la

¹ BENBAHMED. T et LOHOUES. H, « perspectives Economique en Afrique », 2017 et Rapport de conjoncture économique et sociale, Novembre 2015.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

contraction de l'activité économique, ce qui a limité l'évolution de la croissance dans les secteurs hors hydrocarbures¹.

Section 02 : les grandes phases de la politique monétaire algérienne.

Comme souligné plus haut, l'économie algérienne a connu plusieurs changements depuis l'indépendance jusqu'à nos jours. Dans cette section nous allons aborder les différents changements des politiques monétaires en Algérie.

1. Esquisse de la conduite de la politique monétaire en Algérie depuis l'indépendance à nos jours

Il ya lieu d'expliciter les objectifs et la conduite de la politique monétaire en Algérie qui est intervenue dans deux contextes distincts, à savoir la période centralisée et la période de transition caractérisée par le lancement des réformes économiques et monétaires. En effet, le système financier Algérien a connu plusieurs phases durant son évolution. La période postindépendance est caractérisée par la récupération de la souveraineté monétaire et financière et la nationalisation des secteurs clés de l'économie. C'est une période de préparation à la planification. Après cette période, vient la période de planification à partir de 1970 qui est marquée par la centralisation des décisions et planification financière. Pour étudier les causes et les conséquences des réformes économiques et structurelles adoptées par l'Algérie, notamment d'ordre monétaire auxquelles on s'intéressera, puisqu'elles apportent les fondements de la mise en œuvre de la politique monétaire, nous avons scindé cette présente section en trois étapes. La première présente la politique monétaire en Algérie durant la période de planification centralisée (1962-1989), la seconde présentera la politique monétaire durant la période de transition vers l'économie de marché. Et la dernière sera consacrée à l'étude de la politique monétaire durant la décennie 2000-2011.

1.1 La politique monétaire durant la période de planification centralisée (1962-1990)

Après l'indépendance, l'Algérie s'est orientée vers un système économique centralisé, fondé sur l'orientation des mécanismes de développement économique. Cette période est marquée par la récupération du pouvoir monétaire et financier et la création d'un nombre d'institutions

¹Rapport du Fonds monétaire international (FMI) : Ses projections pour l'Algérie le 6 OCTOBRE 2019 À 9 H 39 MIN

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

telles que ; le trésor public en 1962 qui a pour objectifs principaux, l'allocation des recettes aux dépenses de l'Etat, la tutelle des activités financières et le financement des investissements, la Caisse Nationale de Développement (CAD) en 1963 qui est spécialisée en octroi de crédits d'investissements, la Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance (CNEP) en 1964 qui a pour rôle principal la collecte de l'épargne populaire en vue de favoriser le crédit au logement et aux collectivités locales. Ainsi, la loi n°62-144 du 13/12/1962 créa la Banque Centrale d'Algérie (BCA), à laquelle furent annexés ses statuts.

En outre, au cours de cette période allant de 1962-1990, le choix de la politique monétaire dépendait du mode de financement de l'économie nationale, tel que la distribution des crédits qui était orientée par des procédures administratives en dehors de critères de rentabilité¹. Ce crédit qui constitue l'offre de la monnaie est une variable exogène, puisque la Banque d'Algérie refinançait les banques commerciales par les recettes provenant des rentes pétrolières sans pour autant avoir une contrepartie réelle sous forme de production nationale. La loi du 13 décembre 1962 avait investi la BCA du rôle d'émission de la monnaie centrale ainsi que de celui relatif à la supervision de l'activité bancaire. Dans ce contexte, l'alinéa premier de l'article 36 des statuts de la BCA définit les missions de la BCA comme 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 du pays, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie ». De ce qui précède, nous pouvons conclure que la politique monétaire, tel que définie par ces statuts, consistait à alimenter l'économie en fonds nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise publique par l'intermédiaire des banques. En effet, en raison de sa dépendance du gouvernement, la BCA n'a pas pu définir sa propre politique monétaire², ce qui a limité ses prérogatives à la gestion du système monétaire par l'orientation de la politique monétaire et la supervision de l'ensemble du système bancaire. Notons que le rôle de la banque centrale (banque d'émission) est d'émettre la monnaie fiduciaire, en fonction des objectifs de la politiques monétaires et des mouvances de la conjoncture économique d'une part, et d'apporter des concours à l'Etat, entant que banque d'Etat et de réserve, en consentant au trésor des avances en compte courant et en escomptant des obligations cautionnées, et sur le plan externe, elle gère la devise et veille à l'application de la législation et de la réglementation des changes, d'autre part.

¹Bouyacoub. A, « les mécanismes financiers et l'entreprise publique », les cahiers de CREAD, Alger, 1987, p.161.

²Benhalima A, « système bancaire algérien, textes et réalisés », 2^{ème} édition DAHLAB, Alger, 2001, p.45.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

- **La gestion de la politique monétaire :**

La gestion de la politique monétaire, au cours de cette période, était centralisée et réduite à sa simple expression en assurant l'offre de monnaie tout en veillant impérativement s'adapter aux besoins de l'économie.

- **L'offre de la monnaie :**

Pour rattraper le retard enregistré par l'Algérie en matière économique, les autorités algériennes se sont vues obligées de procéder à plusieurs plans de développement (investissements productifs), qui nécessitent des montants colossaux, ce qui a engendré une offre importante de monnaie sous formes d'avances au trésor ou encore sous forme de refinancement des banques commerciales en contrepartie des crédits qu'elles accordent aux entreprises publiques. Il est à noter que durant cette période, les autorités publiques ont tenté de stimuler la production locale par le biais de l'offre de monnaie, ce qui est contradictoire avec l'aspect réel, comme le montre le tableau suivant :

Tableau N°4 : évolution de la masse monétaire et le produit intérieur brut (PIB) en Algérie (1964-1985)

ANNEES	TAUX DE CROISSANCE DE LA MASSE MONETAIRE	TAUX D'ACCROISSEMENT DU PIB NOMINAL
1964	19%	7,6%
1965	10,9%	9,2%
1966	9,3%	-0,5%
1967	29,8%	10,6%
1968	35,2%	15,2%
1969	19,4%	9,7%
1970	7,9%	14,8%
1971	6,7%	0,2%
1972	30,1%	22,6%
1973	26,4%	15,9%
1974	8,9%	55,9%
1975	24,5%	5,0%
1976	30,3%	21,5%
1977	22,6%	19,8%
1978	30,0%	17,7%
1979	18,1%	26,5%
1980	17,9%	26,9%
1981	16,7%	17,9%
1982	27,8%	7,6%
1983	29,6%	10,8%
1984	18,1%	11,5%
1985	15,3%	11,0%

Source : Henni. A, « Monnaie, crédit, et financement en Algérie (1962-1987 », CRAD, 1987, P35.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Conformément au tableau ci-dessus, le taux de croissance de la masse monétaire est plus élevé par rapport à celui du PIB. Le taux moyen d'évolution de la masse monétaire (MM) entre 1964 et 1971 est de 17% par contre celui d'accroissement du PIB est de 8,5% seulement. La deuxième période allant de 1972 à 1978 est caractérisée par un écart moins important qui représente 25% pour la MM et 22,5% pour le PIB. Pour la troisième période allant de 1979 à 1985, on constate un ralentissement de la croissance de la masse monétaire (MM) avec une moyenne de 19,1%, contre 16,1% pour le PIB. Cette pression sur l'offre de monnaie, qui ne trouve pas une contrepartie réelle, s'est répercutée sur le niveau général des prix, dans la mesure où la croissance improportionnelle de la masse monétaire par rapport au PIB a induit l'apparition d'une tendance inflationniste en pleine croissance. Les taux d'inflation enregistrés pendant la période de 1970 à 1979 sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Tableaux N°5 : évolution des taux d'inflation durant la période 1970-1979 en (%)

ANNES	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
TAUX D'INFLATION ANNUEL %	6,6	2,6	3,7	6,2	4,7	8,4	9,4	12,0	17,7	11,3

Source : base de données de la banque mondiale.

- **Les objectifs de la politique monétaire**

En Algérie, les décisions de la Banque Centrale sont influencées par le gouvernement en vigueur, elle adopte généralement une politique monétaire conforme aux objectifs de ce dernier, se basant essentiellement sur la réalisation du plein emploi et la disponibilité d'une liquidité suffisante du marché monétaire par une meilleure allocation des ressources tirées des dépôts des ménages, de la rente pétrolière ainsi que de l'endettement extérieur. Cependant, la stabilité de la monnaie est un objectif relégué au second plan.

- **Les instruments de la politique monétaire**

En Algérie, durant la période d'économie centralisée, a favorisé l'utilisation des contrôles qualitatifs (sélectivités de crédits) et quantitatifs (encadrement de crédits), qui sont des mesures administratives visant à limiter le développement de l'activité des banques d'une part, et à encourager ou décourager un tel ou tel secteur d'activité, d'autre part. Toutefois, les autorités ont adopté d'autres moyens d'action qui permettent d'équilibrer la liquidité bancaire et de financer l'économie, tels que le réescompte et l'action sur les taux d'intérêt qui étaient

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

fixés administrativement sans ne se référer ni au coût, ni au rendement des crédits alloués. Au cours de cette période, les taux d'intérêts étaient déterminés en fonction des objectifs en matière de développement de différents secteurs à savoir le secteur industriel et le secteur agricole. De ce qui précède, nous pouvons conclure que durant cette période de l'économie planifiée, la monnaie servait comme instrument permettant de réaliser les plans d'investissement du gouvernement. Etant donné que l'acteur principal de la politique monétaire est la banque centrale, et comme elle est dépendante du pouvoir public, désormais, durant cette période, on ne peut plus parler d'une politique monétaire au sens propre du terme.

1.2 La politique monétaire durant la période de transition vers l'économie de marché (1990-2000)

Suite aux perturbations qui ont affecté l'économie algérienne depuis 1986, dues essentiellement à la chute des prix du pétrole, l'apparition des déséquilibres macroéconomiques, les autorités Algérienne se sont vues obligées d'engager des réformes économiques radicales en collaboration avec les différentes institutions financières internationales, notamment le Fonds Monétaire International (FMI). Qui donnera une aide d'appui à l'adoption des réformes des éléments afférents à la conduite de la politique monétaire, à laquelle on s'intéressera, sachant que durant cette période le gouvernement a procédé à la promulgation de la nouvelle loi sur la monnaie et le crédit et a adopté le plan d'ajustement structurel suite à l'accord conclu avec le FMI. Qui donnera une aide d'appui à l'adoption des réformes des éléments afférents à la conduite de la politique monétaire, à laquelle on s'intéressera, sachant que durant cette période le gouvernement à procédé à la promulgation de la nouvelle loi sur la monnaie et le crédit et a adopté le plan d'ajustement structurel suite à l'accord conclu avec

1.2.1 La politique monétaire à l'ombre de la promulgation de la loi relative à la monnaie et le crédit (LMC) de 1990 :

La LMC constitue une loi charnière dans l'histoire de l'économie algérienne, en raison des aménagements qu'elle a introduite. C'est un dispositif d'aide aux réformes économiques engagées depuis 1988, visant l'organisation et le bon fonctionnement du système bancaire et monétaire à fin de rétablir les meilleures conditions de transition vers une économie de marché et la libéralisation du commerce extérieur¹. A l'ombre des apports de cette loi, nous

¹Bennissad. H, «la réforme économique en Algérie, ou l'indicible ajustement structurel », OPU, 2e édition, Alger, 1991, P132.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

nous intéresserons tout d'abord à ses objectifs ainsi qu'aux changements institutionnels et opérationnels qu'elle a apportés au système monétaire. Ensuite, nous allons nous pencher sur l'analyse de la conduite de la politique monétaire en termes d'objectifs et de choix de ses instruments.

a) Les objectifs de la LMC :

Les principaux objectifs visés par cette loi sont d'ordres monétaires, financiers et économiques. La première catégorie vise à renforcer davantage le rôle de la banque centrale en matière de gestion de la politique monétaire, du change et de gestion de la dette extérieure, en lui confiant le privilège d'émission de la monnaie fiduciaire (arts 04, 05, 38 et 62), le pouvoir de contrôler les autres banques (art 112), et l'intervention sur le marché d'une manière active (fonction de la banque des banques) (arts 35, 36 et 37). Ainsi, elle vise l'ouverture du système bancaire aux investisseurs étrangers, et de permettre aux agents économiques de se refinancer auprès de différentes sources, à travers la création d'un marché financier. Quant aux objectifs économiques, il s'agit de mettre fin à toute ingérence administrative dans le secteur financier et bancaire, et à travers l'ouverture et l'encouragement des investissements étrangers (IDE), la LMC visait la réduction du chômage.

b) L'implication de la LMC dans l'autonomie de la Banque Centrale :

En sus des objectifs déjà cités, la LMC se base sur le principe de l'indépendance de la Banque Centrale en annulant les lois antérieures qui subordonnaient le pouvoir monétaire au pouvoir public, en visant à la mise en place d'une logique monétaire saine, tout en disposant d'un pouvoir réel en matière de choix de la politique monétaire (avec des d'objectifs et des instruments performants) permettant la régulation monétaire et économique du pays. Les quatre fonctions attribuées à la Banque d'Algérie dans le cadre de la LMC sont : l'émission de l'unité monétaire nationale, banque des banques, banque de change et banque d'Etat.

c) Les implications de la LMC dans le processus de transition monétaire :

Parmi les apports phares de la LMC, en matière de transition de l'économie Algérienne vers l'économie de marché, est l'autonomisation de la sphère monétaire et bancaire par rapport à la sphère budgétaire et la sphère réelle. Cette séparation s'est caractérisée par la suppression des avances systématiques de la Banque Centrale au trésor public. Désormais, ces concours sont limités en montant et en durée ; ne doivent pas dépasser 05% des recettes ordinaires de l'Etat,

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

remboursables dans une échéance de 240 jours¹. Ainsi, la LMC a contribué à la naissance et au développement du marché monétaire.

d) Objectifs et instruments de la politique monétaire selon la loi LMC :

L'alinéa premier de l'article 35 de la loi 90-10 donne clairement les objectifs de la politique monétaire. Ce texte stipule que « 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 provenant la mise en œuvre de toutes les ressources productives du pays, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie »².

Donc, l'objectif ultime de la politique monétaire, durant cette période, était de réduire le taux d'inflation par le maintien d'une progression limitée des prix et d'assurer la stabilité du taux de change de la monnaie nationale. Pour atteindre cet objectif, la politique monétaire a tracé deux objectifs intermédiaires qui sont ; le contrôle de l'expansion de l'agrégat M2 et le taux de croissance de crédits. Pour atteindre ces objectifs, il est nécessaire de recourir aux instruments de la politique monétaire qui ont connu un développement considérable durant cette période (période dite de réforme). La loi 90-10 a prévu 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 ; la loi 90-10 a préconisé dans l'article 93 ce qui suit : «la Banque Centrale peut exiger que les banques placent auprès d'elle, en compte bloqué, avec ou sans intérêt une réserve calculée, soit sur l'ensemble des dépôts, soit sur une catégorie de ceux-ci, soit sur l'ensemble de leurs placements, soit sur une certaine catégorie de ceux-ci, tant en monnaie nationale qu'en monnaie étrangère. Cette réserve est dénommée réserve obligatoire. Le taux de réserve obligatoire ne peut dépasser, en principe 28% des montants servant à la

¹ Bennisad. H, «la réforme économique en Algérie, ou l'indicible ajustement structurel », OPU, 2e édition, Alger, 1991, Op.cit, P130.

² loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

base de calcul. Cependant, la Banque Centrale peut fixer un taux supérieur en cas de nécessité dûment justifié »¹.

1.2.2 La politique monétaire durant la période d'ajustement structurel (PAS) 1994-1998

Pour maîtriser la crise qui s'est encore aggravée au début de 1994, caractérisée par un contexte hautement inflationniste induit par les déficits budgétaires et la détérioration de la balance de paiement, les autorités ont été amenées à définir un vaste programme d'ajustement structurel, sous l'appui du FMI. Le tableau ci-dessous retrace les encours de la dette extérieure (1990-1993) :

Tableau N°6 : les dettes d'extérieurs

ANNEE	1990	1991	1992	1993
Stock de la dette en MD\$	28,4	27,9	26,7	25,7
Service de la dette en MD\$	8,9	9,5	9,3	9,1
Service de la dette/ exportation	66,4	73,9	76,5	81,8

Source : ministère des finances. «La situation économique et financière en 2000». P.41.

C'est dans ces conditions financières et monétaires désastreuses que l'Algérie a signé le programme d'ajustement structurel (PAS) avec le FMI. Ce programme d'ajustement structurel avait pour objectif de corriger les déséquilibres macroéconomiques et monétaires, libéraliser le système économique et renforcer l'application de la LMC.

➤ La nouvelle orientation de la politique monétaire

C'est avec l'adoption du PAS que les autorités monétaires ont entamé l'adoption d'une politique monétaire au sens propre du mot². En effet, cette politique était restrictive et se traduisait par la limitation des crédits octroyés au système bancaire (à l'égard de l'Etat) et de ceux accordés au secteur économique productif qui avait pour effet de réduire la masse monétaire en terme réel dans une première étape et de limiter sa croissance dans une seconde étape. C'est à partir de là que le contrôle de la création monétaire devient l'une des préoccupations de la politique économique, puisque la politique monétaire se voyait conférer un

¹ loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit.

²Rapport de CNES, Regard sur la Politique Monétaire en Algérie, 26ème session plénière, 2005, P67.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

rôle actif en matière de résorption des déséquilibres internes (inflation) et externes (atténuer le poids de la dette extérieure).

En effet, les objectifs de la politique monétaire durant la période de réalisation du PAS sont définis dans l'instruction 16-94 du 09 avril 1994, relatif aux instruments de la politique monétaire et au refinancement des banques. Le paragraphe 05 de cette instruction stipule que « l'objectif principal de la politique monétaire est, de facto, la maîtrise du rythme de l'inflation au moyen notamment d'un contrôle prudent de l'expansion monétaire et du crédit relativement à l'objectif d'inflation et de croissance. A cette fin, un plafond de croissance des avoirs intérieurs nets du système bancaire et un plafond de croissance des avoirs intérieurs nets de la Banque d'Algérie sont mis en place ».

Pour atteindre l'objectif final qui se matérialise en la maîtrise de l'inflation, un double objectif intermédiaire a été mis en avant à savoir la limitation de la croissance de la masse monétaire et celle de crédits, sachant que l'atteinte de ce dernier n'est pas évidente, il fallait définir l'objectif opérationnel consistant en le plafonnement de la croissance des avoirs intérieurs de la banque centrale (les crédits à l'Etat et aux banques) et ceux des banques (les crédits à l'Etat et à l'économie). Pour atteindre ces objectifs, il y eu l'introduction de nouveaux instruments indirects de la politique monétaire mis en opération à côté des instruments directs déjà existants.

1.3 La politique monétaire durant la période de l'économie de marché (2000-2011) :

Le déséquilibre macroéconomique qu'a encouru l'économie Algérienne pendant les années 90 sur le plan interne et externe, agrémenté d'un taux d'inflation très élevé et d'un déficit de la balance des paiements qui persiste, ont donné des signaux très forts aux autorités publiques afin d'engager la réforme urgente du système monétaire et des pratiques bancaires. Notons que ces réformes ont été entreprises en collaboration avec le FMI qui a préconisé des plans de réformes structurelles à toutes les composantes économiques du pays, en admettant une nouvelle politique monétaire qui vise une meilleure allocation des ressources du pays ainsi que l'assurance de la stabilité interne et externe de la monnaie nationale. C'est à partir de l'an 2000 que la consolidation des objectifs de stabilisation a commencé à se mettre en place en matière de modération de l'inflation et de rétablissement de l'équilibre de la balance de paiement. Pour assurer la continuité de la stabilité monétaire et le renforcement des agrégats macroéconomique, la Banque d'Algérie a mis en œuvre une politique monétaire plus autonome, encadrée par un circuit prudentiel, suite à la promulgation de deux ordonnances

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

complémentaires à celle du 90-10, la première édictée le 27 février 2001 et l'autre le 26 août 2003.

1.3.1 Le processus de la création monétaire

La création monétaire en Algérie, durant la période qui a succédé à celle du PAS, est le résultat d'augmentation des avoirs extérieurs (composés essentiellement des recettes des hydrocarbures) au détriment des crédits accordés à l'Etat et à l'économie, comme le montre le tableau suivant :

Tableau N°7 : évolution des contreparties de la masse monétaire (1999-2011) en %

ANNEES	AGREGATS MONETAIRES		
	AVOIRS EXTERIEUR S	CREDITS A L'ETAT	CREDIT A L'ECONOMIE
1999	-59	56	27
2000	20,5	-20,09	-13,6
2001	11,0	-15,9	8,5
2002	33,9	1,6	17,5
2003	33,4	-22,7	8,8
2004	33,1	-104,9	11,2
2005	34	4430,1	15,9
2006	31,9	-8,9	7,1
2007	34,5	-26,5	17,2
2008	38,2	-25,2	20,4
2009	5,0	0,2	18,5
2010	10,5	-4,7	12,5
2011	12,5	-1,9	12,02

Source : données tirées des différents rapports de la Banque d'Algérie (2002, 2006, 2009) et rapport du FMI n°11/39, mars 2011.

De l'analyse du tableau ci-dessus cité, nous pouvons conclure que : La principale source de création monétaire provient de l'augmentation des avoirs extérieurs et des réserves de changes, en raison de la reprise des cours du baril sur le marché pétrolier par rapport à la fin de la décennie 80 et début de la décennie 90, sachant que ces prix ont connu une extension à partir de 2000, grâce au progrès des prix de baril. Ces avoirs ont enregistré une extension stable, à l'exception des deux années 2009 et 2010 où ils ont connu un recul de leurs taux à 5% et 10,5% du principalement aux effets de la crise financière mondiale. L'autre source de création monétaire est les crédits accordés au trésor public.

D'après les taux figurant dans le tableau ci-dessus, cette décroissance se reflète principalement par l'augmentation des recettes issues de la fiscalité pétrolière et de la création

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

d'un fond de régulation des recettes. La position du compte de trésor, au niveau de la banque d'Algérie, est positive, c'est-à-dire qu'il n'est pas endetté à l'égard de l'institut d'émission et la part relative des encours à l'Etat dans les contreparties de la masse monétaire est moins importante que celle de la période de planification. Quant aux crédits à l'économie, ces derniers connaissent des fluctuations en matière de croissance et leurs parts relatives dans la contrepartie de la masse monétaire diminuent. Cela se traduit, en effet, par le manque d'engagement des banques commerciales en matière de financement de l'économie. A partir de 2005, on remarque une reprise légère à la hausse des crédits accordés à l'économie. En procédant à l'analyse de la structure de la masse monétaire, à travers le tableau ci-dessous ;

Tableau N°8 : évolution des composantes de la masse monétaire (2000-2011)

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
M2	2025.2	2475.2	2905.5	3354.4	3738	4157.6	4933.7	5999.6	6955.9	7178.7	8188
Circulation Fiduciaire	484.5	577.2	664.7	781.4	874.3	921.1	1081.4	1284.5	1540	1829.4	1388.6
Dépôts à vue	467.5	554.9	664.2	718.9	1127.9	1224.9	1750.4	2570.4	2965.1	2541.9	3539.7
Dépôts au Trésor et CCP	96.2	106.4	109.4	130.1	158.3	276	335.8	378.7	459.8	578.5	735.4
Quasi monnaie	974.3	1235	1485.2	1724	1577.5	1736.	1766.1	1071	1991	2228.9	2524.2
Circulation fiduciaire/M2 en %	24	23	23	23	23	22	22	21	22	25	17
Dépôts à vue /M2 en %	23.08	22.4	22.1	21.1	21.4	30.1	29.5	35.5	42.6	35.4	43.2
Dépôts à terme /M2 en %	48.1	49.8	51.1	51.3	42.2	41.7	35.8	17.8	28.6	31	30.8

Source : élaboré à partir des rapports de Banque d'Algérie pour 2002, 2007 et 2010.

Les principales tendances de croissance des composantes de la masse monétaire apparaissent clairement, leurs évolutions d'une année à l'autre est claire. A leur tête, la circulation fiduciaire qui constitue une part moyenne de 22% sur le total de la masse monétaire.¹

1.3.2 La conduite de la politique monétaire durant la période 2000-2011

La volatilité des revenus a des conséquences importantes sur la liquidité des banques et la politique monétaire. En effet, à partir de 2001, le système bancaire Algérien a enregistré un accroissement prodigieux de ses liquidités qui ont atteint un chiffre record de 2001,8 milliards de DA avec une expansion de 74% à fin décembre 2007.

¹AMOKRANE. M et RASDI. S, « la conduite de la politique monétaire en Algérie durant les deux dernières décennies objectifs et limites », 2015.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Face cette surliquidité du système bancaire, les autorités monétaires Algériennes ont adopté une politique monétaire prudente et active¹, et ce pour stabiliser les prix en stérilisant les surplus de liquidités par un renforcement de l'intervention de la Banque Centrale sur le marché monétaire. Pour ce faire, la banque centrale a modélisé ses objectifs en matière de ciblage du taux d'inflation, conformément aux attributions générales de la banque d'Algérie, sachant que l'article 35 de l'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit confère à cette dernière les missions suivantes: « la banque centrale a pour mission de créer et de maintenir dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement rapide de l'économie, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie. A cet effet, elle est chargée de régler la circulation monétaire, de diriger et de contrôler, par tous les moyens appropriés, la distribution du crédit, de veiller à la bonne gestion des engagements financiers à l'égard de l'étrangers et de réguler le marché des changes »².

Les conséquences monétaires provoquées par les chocs pétroliers et les limites inhérentes à la faiblesse des capacités d'absorption des excédents de liquidité par le système productif ont eu des incidences importantes sur la politique monétaire ainsi que sur les instruments de régulation. Afin de réduire la liquidité globale et parvenir à atténuer le risque inflationniste, objectif ultime de la politique monétaire, la Banque d'Algérie a fait recours dès le début de l'an 2001 à l'instrumentation traditionnelle de réserves obligatoires, dans la mesure où elle a maintenu à la hausse les taux de réserves obligatoires au cours de l'année 2004, pour assurer la stabilité de la surliquidité du marché monétaire ; le taux de réserve obligatoire a été porté à 6,5% en mars 2004, contre 6,25% depuis décembre 2002 et 4,25% en 2001. Ce taux de réserve obligatoire a été revu à la hausse, pour atteindre un taux sans précédent de 9% en 2010³.

1.4 La politique monétaire après le contre choc pétrolière de 2014 :

La chute des prix de pétrole qui a débuté en 2014 creuser un déficit au niveau de budget et de la balance de paiement de l'État Algérienne, et entraîné un épuisement de la liquidité, cela conduit la banque d'Algérie à rétablir le contrôle sur les conditions de liquidités et les taux d'intérêt à court terme. La BA récemment a remis en cause ses instruments de refinancement compensant les opérations d'open market comme outil principale.

¹Rapport de la BAFD sur les pays de l'OCDE, « perspectives économique en Afrique», 2007, P122.

² Banque Centrale, rapport sur l'évolution économique et monétaire en Algérie, 2003, P87.

³ Banque centrale, rapport sur la situation monétaire et politique monétaire, 2010, P140.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Pour accompagner cette démarche, le fond monétaire international propose à la banque d'Algérie de fixer rapidement un taux de réescompte à un niveau plus élevé, ce qui renforcerait le mécanisme de transmission de la politique monétaire et vue de l'accélération de l'inflation, la banque d'Algérie se tenir prête à relever son taux directeur afin d'ancrer les anticipations inflationnistes aux environs de sa cible de 4%¹.

Section 03 : le financement non conventionnel en Algérie.

Cette section a pour objet de faire le point sur la mise en œuvre, du financement non conventionnel et d'apporter des éclairages sur la conduite de la politique monétaire, dans ce contexte.

1. La politique monétaire non conventionnel : la planche à billets

La chute des prix du pétrole qui a débuté en été 2014 a creusé un déficit au niveau de budget de l'Etat Algérienne. L'endettement extérieur a été refusé par le gouvernement donc il a décidé d'emprunter directement auprès de la banque d'Algérie. A la fin de l'année 2017 la politique monétaire non conventionnel (planche à billets) a été mise en application, A côté de cette amendement l'Etat a mis en œuvre une politique budgétaire représentée par la loi de finance 2017 qui sert à augmenter les recettes et diminuer les dépenses.

Cette politique monétaire non conventionnelle sera mise en œuvre, pour une période transitoire de cinq (5) ans, à travers la création d'une nouvelle masse monétaire, à savoir la mise en circulation d'une autre quantité de billets de banque. Cette politique permettra alors au trésor public d'emprunter directement auprès de la banque d'Algérie.

Le financement non conventionnel entre en vigueur, à partir de la promulgation de la loi n° 17- 10 du 11 octobre 2017 complétant l'ordonnance n° 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit parue dans le journal officiel n° 57 du 12 octobre 2017. L'article premier de la loi n° 17-10 du 11 octobre 2017 énonce que « les dispositions de l'ordonnance n°03-11

¹ Fonds monétaire international : [www. Imf.or](http://www.Imf.or)

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

du 27 Joumada Ethania 1424 correspondant au 26 août 2003, modifiée et complétée, relative à la monnaie et au crédit, sont complétées par l'article 45 bis¹.

2. Les justifications du recours au financement non conventionnel par la BA :

Dans une note datée, d'avril 2017 et intitulée « le financement de l'économie : écueils et solutions possibles », avaient recommandé, avec insistance, comme une des solutions, face à la détérioration de la liquidité bancaire et aux difficultés de financement de l'économie, le recours au financement dit non conventionnel (planche à billets). Cette même note, avait été présentée à la Banque d'Algérie, en mai 2017, pour analyse et avis. Elle avait fait l'objet d'observations et de commentaires, en date du 18/06/2017, dont extraits ci-après :

« En Algérie, la situation est loin de présenter des similarités avec les cas exposés dans la note (Etats-Unis, Europe, Japon) qui seraient susceptibles de justifier le recours au financement non conventionnel, dans notre Pays.

- Les instruments conventionnels de politique monétaire n'ont pas atteint leurs limites. A ce stade, les banques ne présentent au refinancement, par la Banque d'Algérie, (opérations d'open market et réescompte) que des titres publics. La matérialisation de l'importante part d'effets privés qu'elles détiennent dans leurs portefeuilles leur permettrait de disposer de liquidités substantielles, via le refinancement de ces effets, auprès de la Banque d'Algérie ;

- Les taux d'intérêt de la Banque d'Algérie, de réescompte et des opérations d'open market (appelé à être le taux directeur), sont loin d'être « proches de zéro » ;

- En plus de la marge en termes de taux d'intérêt, la Banque d'Algérie dispose d'une marge en termes de taux de réserves obligatoires. L'utilisation de cette marge est tributaire d'un certain nombre de conditions. En particulier, il est important de s'assurer que les liquidités bancaires qui seraient libérées par une baisse du taux de la réserve obligatoire servent effectivement au financement de l'économie. Pour cela, il est nécessaire qu'il y ait un appétit effectif auprès des opérateurs économiques pour les crédits bancaires, notamment d'investissement. L'activité économique étant encore fortement dépendante de la dépense publique, notamment

¹ LEHARA Farida/ LOUNIS Farida « Le rôle de la politique monétaire dans la gestion de la crise économique actuelle en Algérie».mémoire, 2017, p78

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

de la dépense d'équipement, cet appétit pourrait, temporairement, faire défaut, compte tenu du contexte actuel difficile qui caractérise les finances publiques.

- La Banque d'Algérie ne peut pas intervenir directement sur le marché primaire des émissions d'obligations du Trésor, via des opérations de quantitative easing. Cela reviendrait à créer de la monnaie ex-nihilo (en d'autres termes, recourir à la « planche à billets ») pour le financement du déficit du Trésor. Une telle option risque d'entraîner l'économie dans une spirale inflationniste et de dépréciation de la monnaie nationale, fortement dommageables. Cela explique son exclusion par la loi, qui encadre rigoureusement les avances de la Banque d'Algérie au Trésor. De plus, si une telle option devait être envisagée, elle irait à l'encontre de la nécessaire consolidation budgétaire, envisagée dans le cadre budgétaire de moyen terme.

Enfin, il paraît, pour le moins, paradoxal que les auteurs « appellent de leurs vœux » la Banque d'Algérie à recourir à la planche à billets, éminemment inflationniste, et soulignent en même temps que la « Banque d'Algérie ne doit pas mettre « de l'huile (sur) le feu en alimentant la spirale inflationniste » et ne doit pas « inonder le marché de liquidités ».

Tout comme, il paraît paradoxal que les auteurs de la note préconisent le recours au QE, qui, de par l'injection de liquidités qu'il implique, agit à la baisse sur les taux d'intérêt (afin d'encourager l'octroi de crédits et relancer l'activité économique) et que, dans le même temps, conseillent de relever les taux d'intérêt... qui plus est, dans un contexte d'inflation élevée.

Les auteurs de la note estiment que « le volume maximal de la création monétaire (incluant réescompte, open market et QE) doit être de l'ordre de 1600 milliards de dinars, en 2017. Il est à noter que ce niveau d'intervention de la Banque d'Algérie dans le financement de l'économie est quasiment atteint, au cours des cinq premiers mois de cette année, sous la forme de 657 milliards de dinars de refinancement (réescompte et opérations d'open market) et de 920 milliards de dinars de dividendes versés au Trésor et sans recourir au QE, encore moins dans sa forme de création monétaire sans contrepartie (planche à billets). Ce niveau pourrait être largement dépassé, pour autant que les banques progressent, en termes de matérialisation des effets privés et distribuent davantage de crédits sains à l'économie (en supposant que la demande de crédits évolue favorablement) »¹.

¹<https://www.bank-of-algeria.dz> consulté le 15/07/20 à 14 :00

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

3. L'application du financement non conventionnel :

La Banque d'Algérie selon son document sur la situation mensuelle, publié dans le journal officiel. A créé 2.185 milliards de dinars de monnaie au 30 novembre 2017, soit environ 19 milliards de dollars. Selon le Ministre des Finances, les besoins du Trésor Public en matière de financement sont estimés à 570 milliards de dinars en 2017, à 1815 milliards en 2018 et à 580 milliards en 2019¹

Cette nouvelle loi limite l'autonomie de la banque centrale et offre au trésor un moyen de gérer son déficit. La Banque d'Algérie procède, dès l'entrée en vigueur de la disposition à titre exceptionnel et durant une période de cinq années, à l'achat directement auprès du trésor, de titres émis par celui-ci, à l'effet de participer notamment :

1. À la couverture des besoins de financement de trésor ;
2. Au financement de la dette publique interne ;
3. Au financement du Fonds National d'Investissement (FNI) ;

Ce dispositif est mis en œuvre pour accompagner la réalisation d'un programme de réformes structurelles économiques et budgétaires devant aboutir, au plus tard, à l'issue de la période susvisée, notamment, au rétablissement des équilibres de la trésorerie de l'État ainsi qu'à l'équilibre de la balance des paiements².

4. La conduite de la politique monétaire en contexte de financement non conventionnel :

Depuis la mi-novembre 2017 et à fin janvier 2019, un montant de 6.556,2 milliards de DA, a été mobilisé par le Trésor, auprès de la Banque d'Algérie, au titre de la mise en œuvre du financement non conventionnel.

Sur cet encours :

- un montant de 2.470 milliards de DA, a servi au financement du déficit du Trésor, au titre des années 2017 et 2018 et partiellement, au titre de l'exercice 2019 ;

¹ Banque d'Algérie année 2017.

²<https://www.joradp.dz> consulté le 14/07/20 à 19 :00

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

- un montant de 1.813 milliards de DA, a contribué au remboursement de la dette publique à l'égard des entreprises nationales, Sonatrach et Sonelgaz, ainsi qu'au financement du remboursement de l'emprunt obligataire pour la croissance ;
- un montant de 500 milliards de DA, destiné à la Caisse Nationale de Retraite (CNR) pour le refinancement de sa dette à l'égard de la CNAS ;
- un montant de 1.773,2 milliards de DA, destiné au Fonds National d'Investissement pour les opérations de financement des programmes AADL, du déficit de la CNR et de projets structurants.

En termes d'utilisation, sur l'encours global de 6.556,2 milliards de dinars :

- un solde de 945,1 milliards de DA, est abrité au compte de Trésor auprès de la Banque d'Algérie, et donc non encore injecté dans l'économie.
- un montant de 656,7 milliards de DA, est logé dans le compte du FNI auprès du Trésor dans la perspective de son utilisation, en fonction des besoins avérés.

Au total, sur le montant global mobilisé à ce jour, de 6.556,2 milliards de DA, seul un montant de 3.114,4 milliards de DA, a été injecté dans l'économie.

5. La reprise de la surliquidité :

Le principal défi étant de continuer à assurer la stabilité des prix dans un environnement de surplus de liquidités substantiels et persistants, les instruments adéquats pour la gestion de la liquidité, à la disposition de la Banque d'Algérie, ont été mis en œuvre.

En effet, le 8 janvier 2018, les opérations de reprise de liquidité ont débuté. Ces opérations s'effectuent sous forme de dépôts à terme à 7 jours. Les montants à absorber sont décidés par la Banque d'Algérie et adjugés à travers des enchères à taux variable avec un taux maximum proche du taux directeur. De plus, le 15 janvier 2018, au début de la première période de constitution de la réserve obligatoire, la Banque d'Algérie a augmenté le taux, de cette dernière, de 4% à 8%. L'utilisation appropriée de ces instruments a permis de stériliser l'excédent de liquidité induit par le programme de financement monétaire.

En conséquence, le taux interbancaire sur le marché interbancaire à 7 jours a oscillé autour de 2,5%, un peu en dessous du taux directeur, comme on pouvait s'y attendre dans un

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

environnement d'excédent de liquidité important. En conséquence, le taux directeur continue de signaler l'orientation de la politique monétaire avec pour objectif le maintien de la stabilité des prix.

Enfin, le Comité des opérations de politique monétaire, à travers des données actualisées du marché monétaire et des indicateurs macro-économiques, avait décidé de nouvelles mesures, le 22/05/2018, à savoir :

- une augmentation du taux de la réserve obligatoire de deux cents (200) points de base, le portant de 8 à 10%.
- une opération de « cantonnement » partiel de la liquidité, par le biais d'action bilatérale.

6. Les derniers ajustements de la banque d'Algérie :

Compte tenu des développements macroéconomiques et monétaires, la Banque d'Algérie a ajusté, en février 2019, certains paramètres des instruments à sa disposition. En effet, la liquidité bancaire générée par les facteurs autonomes a enregistré, durant le mois de janvier 2019, une importante augmentation, se situant, au 06 février 2019, à un niveau de près de 2 000 milliards de dinars.

L'encours moyen de la liquidité, durant le deuxième semestre de l'année 2018, s'est établi à 1 482 milliards de dinars, avec un maximum de 1 650 milliards de dinars en juillet et un minimum de 1 275 milliards de DA, en septembre 2018. Face à l'objectif de la réserve obligatoire de 1 016 milliards de dinars (avec un taux de 10%), les facteurs autonomes ont généré, à cette date, une réserve excédentaire de près de 1.000 milliards de dinars.

Le Comité des Opérations de Politique Monétaire réuni, en sa séance du jeudi 14 février 2019, a décidé de relever le taux de la réserve obligatoire à 12%, applicable, à compter du 15 février 2019, aux fins de stériliser le fort accroissement de l'excès de liquidité, observé au cours des deux derniers mois et de s'assurer que le marché interbancaire demeure suffisamment profond.

Cela devrait permettre de maintenir le taux d'intérêt à sept jours, proche du taux directeur de la Banque d'Algérie et de diminuer les coûts liés à l'absorption de l'excédent de liquidité. Il convient de signaler, qu'à fin février 2019, la liquidité globale des Banques s'établissait à 1.895,6 milliards de DA.

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Les crédits à l'économie, en 2018, avait atteint un taux de croissance de 13,8%, comparativement à l'exercice 2017, avec un accroissement annuel des financements, en valeur absolue, de 1.223 milliards de DA.

Par ailleurs, il est important de souligner que l'inflation sur la période 2017 à ce jour, a connu une évolution maîtrisée. En effet, mesurée par l'indice des prix à la consommation, l'inflation, en moyenne annuelle, est passée de 5,6% en 2017, à 4,3% en 2018 et à 4,1% en février 2019¹.

¹<https://www.bank-of-algeria.dz> consulté le 15/07/20 à 14 :00

Conclusion du chapitre

A partir de l'indépendance, l'économie algérienne a connu plusieurs phases et plusieurs ajustements selon sa situation, elle a passé par des périodes de crises, de sur liquidités. L'intervention de la banque d'Algérie devenait primordiale dans ces situations pour assurer la stabilité financière du pays.

La politique monétaire en Algérie a connu plusieurs phases depuis l'indépendance à nos jours et cela selon les différentes phases de l'évolution de l'économie algérienne. Au début, les instruments utilisés étaient des instruments directs car la BA finançait de manière directe le besoin d'investissement des entreprises. A partir de 1990 la politique monétaire commence à trouver son autonomie où elle utilisait des instruments indirects tels que l'open market et les réserves obligatoires. Mais ces dernières n'ont pas abouti à un résultat efficace vu la situation d'illiquidité dont se trouvaient les banques algériennes. Durant la période d'excès de liquidité qui a commencé en 2000 et afin de lutter contre l'inflation, les instruments utilisés pour éponger la surliquidité reposent obligatoires, les facilités de dépôt et les appels d'offre (adjudication).

Après la chute pétrolière de 2014, l'Algérie a souffert d'un grave déficit budgétaire, pour cela le gouvernement algérien a pensé d'appliquer une nouvelle politique de financement dite la politique non conventionnelle, qui a pour objectif principal le maintien de la stabilité des prix. Le financement non conventionnel engagé en Algérie depuis janvier 2018 suite à l'épuisement des fonds de régulation des recettes (FRR) a permis de faire face aux besoins de liquidité né de la nécessité du financement des différents secteurs de l'économie. Cependant, cette masse de liquidité engagée sur le marché va certainement entraîner des conséquences néfastes sur l'inflation qui reste un problème très important avec le chômage au niveau macro-économique. En effet, le chômage et l'inflation sont les deux préoccupations majeures de la banque centrale. Cependant, le financement non conventionnel a permis le maintien des niveaux des salaires des fonctionnaires et les retraités ainsi que le financement des subventions des produits de première nécessité.

Chapitre 03 :

**L'impact du financement non
conventionnel sur l'économie
algérienne.**

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

Dans le chapitre précédent nous avons abordé l'application du financement non conventionnel dans l'économie algérienne, c'est important de savoir quel est l'impact de ce mode de financement sur notre économie.

La situation économique et sociale de l'Algérie est marquée ces dernières années, essentiellement par l'épuisement des fonds de régulation des recettes (FRR) et le recul drastique des réserves de change. Comme le recours à l'endettement extérieur, notamment au FMI, avait laissé des séquelles en particulier dans les années 90 « avec le PAS » et a été banni par décret du 6 septembre 2017, il semble que le recours au financement non conventionnel est la solution la plus appropriée. Le financement non conventionnel où la planche à billets fabrique des signes monétaires, de la liquidité par la banque centrale, ce qui augmente la masse monétaire dans l'économie. Sachant qu'il faut impérativement que les deux puissent grandir dans les mêmes proportions. Il s'agira, d'accroître la production de biens et services. La relation entre la masse monétaire et la production de biens et de services, a été mise en évidence et en équation par l'économiste Irving Fisher (1867-1947) dans la célèbre formule dite quantitative.

Ce chapitre est divisé comme suit : en premier une présentation de l'organisme d'accueil, la deuxième section sous intitulé la stratégie du financement non conventionnel et son impact en Algérie et en dernier en termine avec une analyse et synthèse.

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

Section01 : Présentation de La banque d'Algérie.

Nous commençons ce chapitre par la présentation de la Banque d'Algérie où on a effectué notre stage pratique, cette présentation contient une présentation, rôle et mission et l'organisation de la banque d'Algérie.

1. Présentation de la banque d'Algérie (BA) :

La Banque Centrale d'Algérie fut créée par la loi numéro 62-144 votée par l'Assemblée constituante le 13 Décembre 1962, portant création et fixant les statuts de la Banque Centrale. Des aménagements furent apportés au cours des années 70 et le début des années 80. La réforme du système financier, tant dans son mode de gestion que dans ses attributions, devenait néanmoins impérative.

La loi n° 86-12 du 19 Août 1986 portant régime des banques marque l'amorce de la refonte du système bancaire algérien. C'est ainsi que la Banque Centrale recouvre des prérogatives en matière de définition et d'application de la politique monétaire et de crédit, en même temps qu'étaient revus ses rapports avec le Trésor Public. Ces aménagements se sont toutefois avérés peu adaptés au nouveau contexte socio-économique marqué par de profondes réformes.

La loi n° 90-10 du 14 Avril 1990 modifiée et complétée relative à la monnaie et au crédit allait redéfinir complètement la configuration du système bancaire algérien. La loi confère ainsi une large autonomie, tant organique que fonctionnelle à la Banque Centrale, désormais dénommée Banque d'Algérie.

***L'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit abroge la loi n°90-10 du 14 avril 1990.**

***L'ordonnance n°10-04 du 26 août 2010 modifiant et complétant l'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit.**

La direction, l'administration et la surveillance de la Banque sont assurées respectivement par le Gouverneur, le Conseil d'administration, présidé par le Gouverneur et par deux censeurs. Le Conseil d'administration est composé de trois Vice-gouverneurs et de trois hauts fonctionnaires désignés en raison de leurs compétences en matière économique et financière. Le Gouverneur est nommé par décret présidentiel. Les trois Vice-gouverneurs sont nommés

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

dans les mêmes conditions. Les autres membres du Conseil d'administration sont nommés par décret exécutif. Les censeurs sont nommés par décret présidentiel, sur proposition du Ministre chargé des finances. Le Conseil d'administration, jouit des prérogatives classiques reconnues à un organe de ce type.

1.1 Rôle et missions :

La Banque d'Algérie a pour mission 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.

La Banque d'Algérie établit les conditions générales dans lesquelles les banques et les établissements financiers algériens et étrangers peuvent être autorisés à se constituer en Algérie et à y opérer.

Elle établit, en outre, les conditions dans lesquelles cette autorisation peut être modifiée ou retirée. La Banque d'Algérie détermine toutes les normes que chaque banque doit respecter en permanence, notamment celles concernant :

- les ratios de gestion bancaire
- les ratios de liquidités
- l'usage des fonds propres - risques en général, etc...

1.2 L'organisation de la Banque d'Algérie :

Pour mener à bien ses missions, la Banque d'Algérie est organisée au niveau central en :

- Sept (7) Directions Générales s'occupant des départements d'études, d'inspection et des activités bancaires

- Direction Générale des Études,
- Direction Générale de l'Inspection Générale,
- Direction Générale du Crédit et de la Réglementation Bancaire,
- Direction Générale du Contrôle des Changes,
- Direction Générale de la Caisse Générale,
- Direction Générale des Relations Financières Extérieures,
- Direction Générale du Réseau.

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

➤ Deux (2) des Directions Générales gérant des aspects spécifiques liés à l'émission de billets et à la formation bancaire, il s'agit de :

- la Direction Générale de l'Hôtel des Monnaies (Imprimerie et frappe),
- la Direction Générale de l'École Supérieur de Banque qui prend en charge la fonction formation et le recyclage du personnel de l'ensemble du secteur bancaire.

➤ Deux (2) Directions Générales chargées de la gestion administrative et des moyens de la Banque, il s'agit de :

- la Direction Générale des Ressources Humaines,
- la Direction Générale de l'Administration des Moyens et des Systèmes de paiement.

Elle dispose, en outre d'un réseau composé de 49 agences et succursales, lui assurant une présence effective dans chacune des wilayas du pays : les agences et succursales sont coordonnées par trois directions régionales implantées dans les villes d'Alger, Oran et Annaba.

Un personnel de près de 3400 agents contribue, à tous les niveaux, à la réalisation des objectifs de la Banque.

Un vaste programme de modernisation des équipements et des méthodes de travail ainsi qu'un programme de formation ont été mis en œuvre afin de permettre à la Banque d'Algérie de répondre et de veiller à ce que le système bancaire en général réponde aux exigences du nouveau contexte, tant national qu'international¹.

1.3 Direction de la Banque d'Algérie :

La direction de la Banque d'Algérie est assurée par un gouverneur assisté de trois vices gouverneurs, tous nommés par décret du Président de la République. Le Gouverneur détermine les attributions de chaque vice-gouverneur et précise ses pouvoirs².

¹ Le site officiel de la Banque d'Algérie : <https://www.bank-of-algeria.dz> consulter le 07/08/2020 à 18 :00h.

² L'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit abroge la loi n°90-10 du 14 avril 1990, articles 13,17.

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

1.4 Administration de la Banque d'Algérie :

L'administration de la BA est assurée par un Conseil d'Administration composé du Gouverneur, qui le préside, des trois Vice-gouverneurs auxquels s'ajoutent trois hauts fonctionnaires (Plus trois suppléants) nommés par décrets présidentiels¹.

Le Gouverneur convoque et préside le conseil d'administration et arrête l'ordre du jour de ses sessions. En son absence, la session est présidée par le vice-gouverneur qui assure son intérim. La présence de quatre au moins des membres du conseil d'administration est nécessaire pour la tenue de ses réunions, les décisions sont prises à la majorité simple des membres présents ; en cas d'égalité des voix, la voix du président est prépondérante².

La Banque d'Algérie est administrée par un Conseil d'administration, qui est investi des pouvoirs ci-après :

- il délibère sur l'organisation générale de la Banque d'Algérie ainsi que sur l'ouverture ou la suppression d'agences et de succursales ;
- il arrête les règlements applicables à la Banque d'Algérie ;
- il approuve le statut du personnel et le régime de rémunération des agents de la Banque d'Algérie ;
- il délibère à l'initiative du Gouverneur sur toutes conventions ;
- il arrête pour chaque année le budget de la Banque d'Algérie ;
- il détermine les conditions et la forme dans lesquelles la Banque d'Algérie établit et arrête ses comptes ;
- il arrête la répartition des bénéfices et approuve le projet de compte rendu que le Gouverneur adresse en son nom au Président de la République ;
- il lui est rendu compte de toutes les affaires concernant la gestion de la Banque d'Algérie³.

1.5 Surveillance et contrôle de la Banque d'Algérie :

La surveillance de la Banque d'Algérie est assurée par le Censurat composé de deux censeurs nommés par décret du Président de la République.

¹ Ilmane Mohamed-chérif « Cadre institutionnel légal de l'activité bancaire en Algérie, 2016-2017.

² Ordonnance n° 03-11, Op.cit, articles 22,24.

³ Ibid, article 19.

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

Les censeurs exercent une surveillance générale sur tous les services et toutes les opérations de la Banque d'Algérie. Ils exercent une surveillance particulière sur la centrale des risques et la centrale des impayés ainsi que sur l'organisation et le fonctionnement du marché monétaire. Ils font rapport au conseil d'administration sur les vérifications des comptes de fin d'exercice et les amendements éventuels qu'ils proposent et ils adressent également un rapport au Ministre chargé des finances dans les quatre mois de la clôture de l'exercice ; copie en est communiquée au Gouverneur¹.

1.6 Attributions générales de la Banque d'Algérie :

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.

A cet effet, elle 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 changes et de s'assurer de la sécurité et de la solidité du système bancaire.

Le premier alinéa définit ces missions et le deuxième définit les moyens de les atteindre.

Du premier alinéa, on peut extraire les missions suivantes où il s'agit de ²:

- veiller à la stabilité des prix en tant qu'objectif unique de la politique monétaire ;
- créer et maintenir les conditions (monétaires : monnaie, crédit et changes) favorables pour un développement soutenu de l'économie nationale ;
- veiller sur la stabilité monétaire et financière.

Du deuxième alinéa, on peut énumérer les moyens dont dispose de la B A pour réaliser ses missions, à savoir³ :

- la régulation de la circulation monétaire;
- la direction et le contrôle de la distribution du crédit;
- la régulation de la liquidité;

Ordonnance n° 03-11, Op.cit¹, articles 26,27.

²Ibid, article 35

³ ILMANE, (Mohamed-chérif), Op.cit, P. 17

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

- la gestion des engagements financiers extérieurs;
- la régulation du marché des changes;
- s'assurer de la sécurité et de la solidité du système bancaire.

Section 02 : La Stratégie de Financement non Conventionnel : objectifs escomptés et résultats.

Devant l'épuisement des fonds de régulation des recettes (FRR) et aussi le recul dans les réserves de change, des solutions urgentes doivent être proposées pour y remédier. Le gouvernement algérien fait recourir au financement non conventionnel, l'intérêt de cette section est de savoir en quoi consistent les réformes socioéconomiques adoptées par l'Algérie suite à la stratégie de financement non conventionnel?

1. Définition du financement non conventionnel :

Le financement non conventionnel est un financement qui se fera directement entre la Banque d'Algérie et le Trésor public via des prêts, des avances et de l'endettement. Nous sommes en train de basculer du FRR qui est une épargne chargée de compenser le déficit du trésor vers la Banque d'Algérie qui va le compenser par l'émission monétaire¹.

2. Contexte juridique et économique du FNC en Algérie :

A l'instar de Reinhart et Rogoff (2009) qui ont souligné que la baisse des recettes publiques est la principale cause du déficit notamment en période de crises financières. Cette conclusion est partagée par Baldacci, Gupta, et Mulas-Granados (2012) qui soulignèrent la nécessité de compter sur une augmentation des recettes publiques, et pas seulement sur la réduction des dépenses, dans un processus de consolidation budgétaire. A partir de mi-2014, l'Algérie s'inscrit parfaitement dans cette lignée. Cependant, depuis 2002 au premier semestre 2014, le déficit était présent malgré les excédents des recettes de la fiscalité pétrolière recouvrée et non budgétisée. Les déficits sont dus à l'excès de la dépense plus qu'à la contraction des recettes. Depuis le choc pétrolier de 2014, la fragilité de l'économie algérienne est mise à nu. L'Algérie est rentrée dans une phase de difficultés financières. Les recettes totales des hydrocarbures passaient de 31 794,5 millions USD au premier semestre 2014 à 26 567,1 millions USD au deuxième semestre de la même année. Cette baisse est à la fois nominale et réelle. En termes de prix unitaire, un baril de brut passait de 109.9 au premier semestre 2014 à 58.0 US dollar/baril en décembre 2014, le Condensats passait du 102,3 à 46.9 dollar/baril en

¹ZOURDANI safia «La Stratégie de Financement non Conventionnel et son Impact Socio-économique en Algérie », 2019.

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

décembre de la même année (Banque d'Algérie, 2017, 2018b). Cette tendance s'est accentuée en 2016 où le prix d'un baril de Brut et de Condensats avait atteint respectivement 45 et 42.7 US dollar/baril avec un total d'exportation de 27 917,5 millions USD en 2016. Cette situation a creusé le déficit de la balance des paiements, puisque selon (Banque d'Algérie, 2018), cette dernière est passée d'un solde de 554.4605 Mds de DA en 2013 à - 2352.9573 Mds de DA en 2015 et -1707.1858 en 2016. Suite à cette situation l'Etat avait décidé de recourir au financement non conventionnel, retenu au conseil des ministres du 14 juin 2017. Mais, le cadre juridique ne le permettait pas suite à la loi 90-10 du 14 avril 1990 et l'ordonnance n°03-11 du 26 aout 2003 relative à la monnaie et au crédit. Dans cette dernière, au niveau de l'Article 45, des dispositifs interdisaient des opérations de financement directes ou triangulaires au profit du trésor. A cet égard, pour que le financement soit légal, le gouvernement avait amendé la loi de 2003 par la loi n°17-10 du 11 octobre 2017 complétant l'ordonnance n°03-11, avec le rajout de l'article 45 bis qui stipule : « la Banque d'Algérie procède dès l'entrée en vigueur de la présente disposition, à titre exceptionnel et durant une période de cinq (5) années, à l'achat directement auprès du Trésor, de titres émis par celui-ci ». L'allocation de ce financement même s'il n'était pas chapitré, il a été désigné à effet de participer, notamment à la couverture des besoins de financement du trésor, au financement de la dette publique interne et au financement du Fonds national d'Investissement¹ .

3. Les motivations de choix de ce genre de financement :

Après le manque flagrant des milliards de dinars au niveau des cases de l'Etat. Il y avait le choix entre de grands mécanismes financiers pour gérer le déficit ; soit le financement non conventionnel au niveau interne où l'endettement extérieur auprès des marchés internationaux de capitaux et au niveau du FMI et banque mondiale où bien opter pour d'autres voies (la dévaluation de la monnaie national, l'augmentation des prélèvements obligatoires, la baisse taux de crédit,..)

Après plusieurs tergiversations au sein de l'Etat, et en vue des contraintes soulevées par les autres voies de recours cela au financement externe (20 milliards de dollars chaque année), le financement non conventionnel a été opter en Algérie en 2017.

¹La loi n°17-10 du 11 octobre 2017 complétant l'ordonnance n°03-11 du 26 aout 2003 relative à la monnaie et au crédit disponible sur le site de la Banque d'Algérie sur le lien suivant : <http://www.bank-ofalgeria.dz/html/legist1.htm#LOI1710>

4. Le financement non conventionnel en Algérie :

Dans un jargon commun, ce financement est appelé « Planche à Billets » qui désigne toute création de monnaie fiduciaire à la discrétion d'un organisme central, tel que la banque centrale¹. Cette définition est complétée par celle de Goux (2016) qui avance que dans ce processus, la banque centrale achète contre de la monnaie de banque centrale, sur le marché secondaire, des obligations émises par les administrations centrales. Ce genre de financement s'apparente au seigneurage monétaire qui, dans ce cas précis, est la différence entre la valeur nominale de la monnaie banque centrale émise et le coût de sa production et distribution. Dans les économies modernes, faute de marchés financiers profonds, l'état a le recours à la création monétaire pour financer son déficit. Les deux définitions convergent avec les dispositions de l'article 45 bis de la loi 17-10, qui explique clairement son mécanisme. Tout d'abord, la Banque d'Algérie, avait utilisé, initialement, l'article 53 de l'Ordonnance relative à la monnaie et au crédit, prévoyant la possibilité de placer une partie de ses fonds propres, en titres émis ou garantis par l'Etat. Cette démarche était confortée par le versement de dividendes substantiels et prévisibles, au profit du Trésor à concurrence de 610 milliards de DA en 2016, 920 milliards de DA en 2017 et 1.000 milliards de DA en 2018. Puis, y avait l'introduction de l'article 45 bis en octobre 2017 qui instituait clairement la mise en place du financement monétaire du Trésor. Selon la (Banque d'Algérie, 2019), depuis la mi-novembre 2017 et à fin janvier 2019, un montant de 6.556,2 milliards de DA, a été mobilisé par le Trésor, auprès de la Banque d'Algérie, au titre de la mise en œuvre du financement non conventionnel. Au total, sur ce montant global mobilisé à ce jour, seul un montant de 3.114,4 milliards de DA, a été injecté dans l'économie².

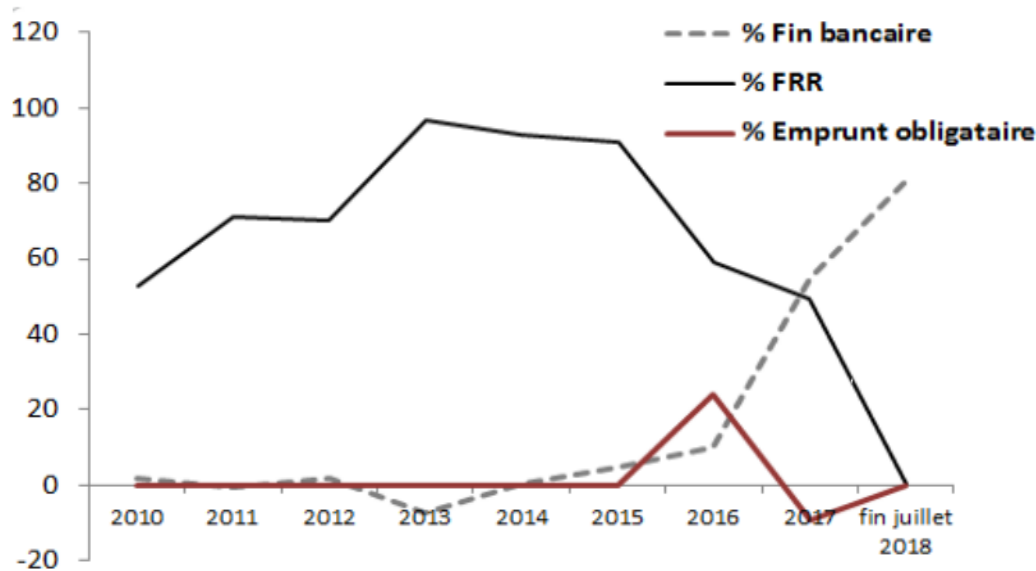
¹ BOUAKEL Mustapha/ LABIAD Naima, L'Efficacité de la Gestion de la Masse Monétaire dans le Cadre du Financement non Conventionnel Etude Analytique de la Période 2011-2022.

² Zidelkhil Halim/ Mouhoubi Aissa, Analyse du financement non conventionnel en Algérie 2020.

5. Diagnostic global de situation budgétaire en Algérie :

5.1 Evolution du budget de l'état, titres émis par l'état et des recettes et dépenses :

Figure 4 : Financement du budget de l'Etat de 2010 à juillet 2018

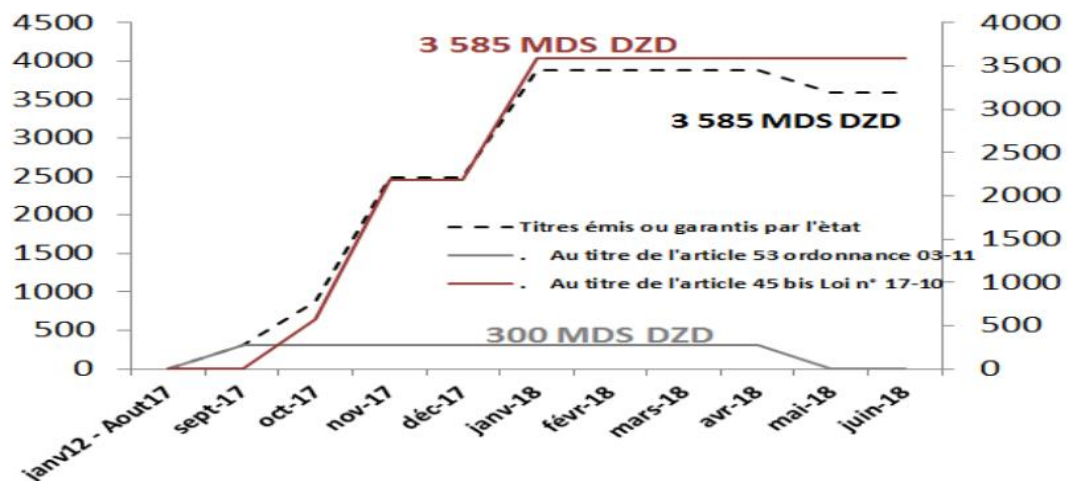


Source : réalisé à partir des données de la Banque d'Algérie

D'après la figure, on remarque une dépendance du financement du budget de l'Etat envers le Fonds de régulation des recettes (FRR) qui est passé de 232,137 MDS de dinars d'actif sous gestion en 2000 à 784,459 MDS en fin décembre 2016. Puis un épuisement de 784459 Millions DA en fin février 2017, le financement bancaire avait pris le relais pour la croissance économique après la chute la part du FRR, il avait permit de collecter 557,828MDS de dinars en 2016 pour entamer les remboursements à partir de 2017.

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

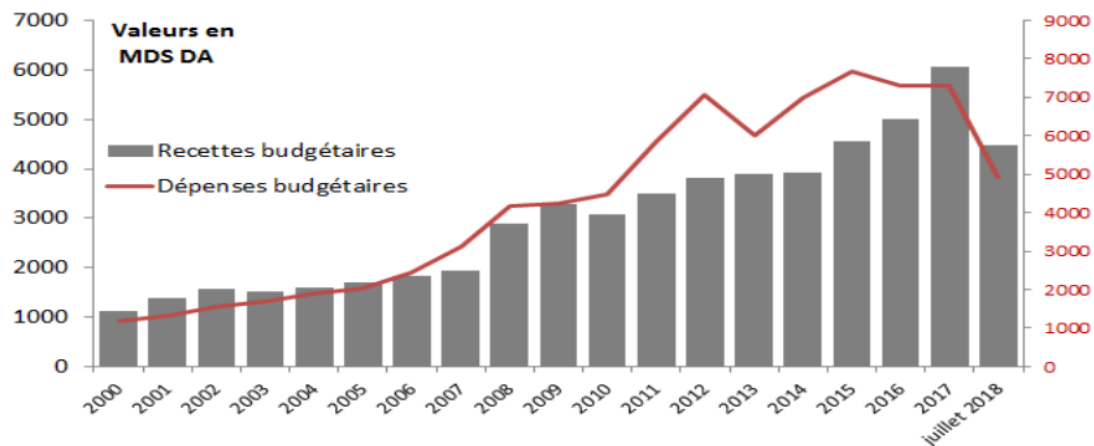
Figure 5 : Titres émis par l'Etat de janvier 2012 à juin 2018



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

La figure illustre l'évolution des titres émis ou garantis par l'Etat. Le financement non conventionnel est illustré au titre de l'article 45 bis de la loi 17-10 des titres émis par l'Etat débutant en octobre 2017 étaient d'un montant de 570MDS de dinars pour se stabiliser à 3585MDS de dinars de janvier 2018 à juin 2018.

Figure 6 : Les recettes et dépenses budgétaires 2000-2018

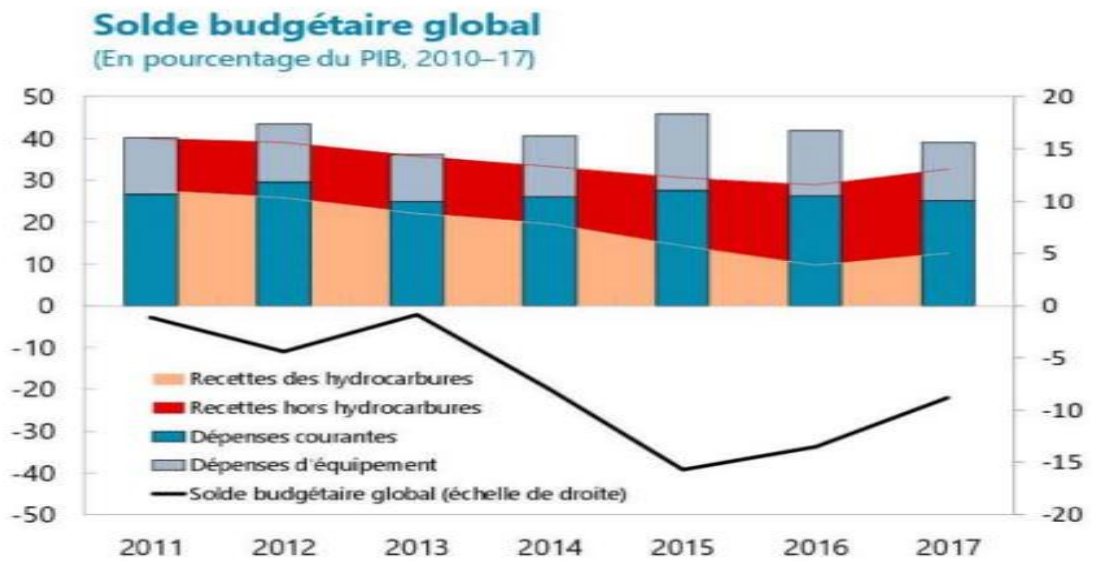


Source : calculés à partir des données de la DGT.

D'après la figure, on remarque que depuis 2002 les dépenses excèdent les recettes, les dépenses sont la partie la plus constituante des dépenses budgétaire globales sauf dans les deux dernières années (72,67% en 2000 et 64,22% en 2017).

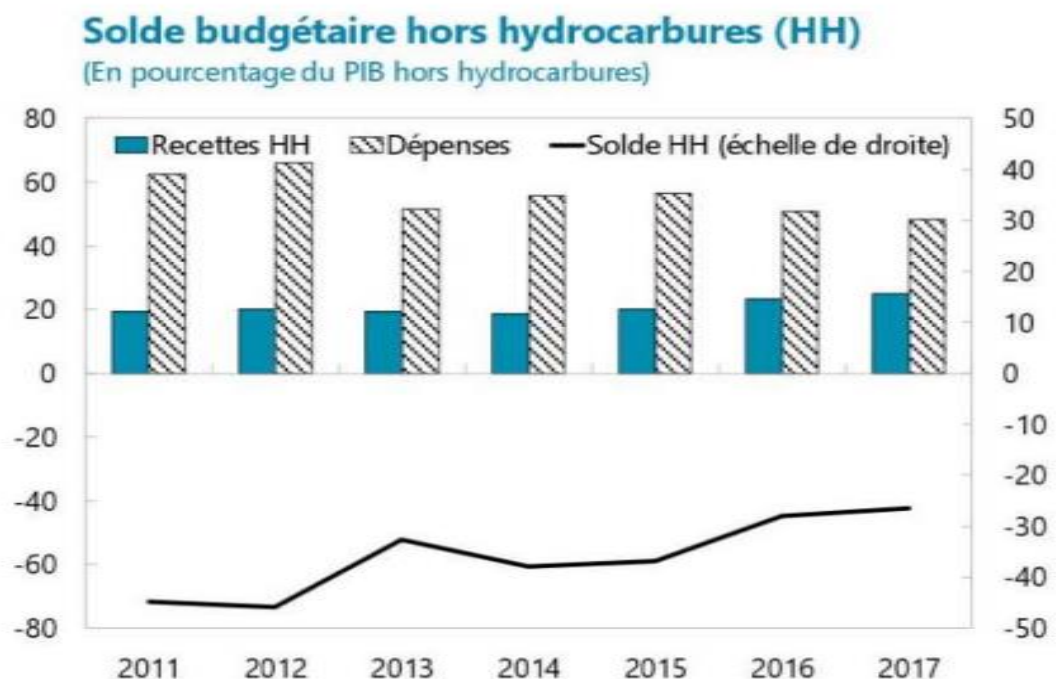
5.2 Évolution du solde budgétaire de l'Algérie (2011-2017)

Figure 7 : solde budgétaire global (2011-2017)



Source : (FMI, 2018, p. 14).

Figure 8 : solde budgétaire hors hydrocarbures (2011-2017)



Source : (FMI, 2018, p.14).

D'après les deux figures précédentes qui nous présentent un maigre l'ajustement budgétaire réalisé (FMI 2018), une diminution du déficit hors hydrocarbures de moins de 2% du PIB hors hydrocarbures et aux une réduction de 1.3% des dépenses globales. En début de 2014, l'Etat a

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

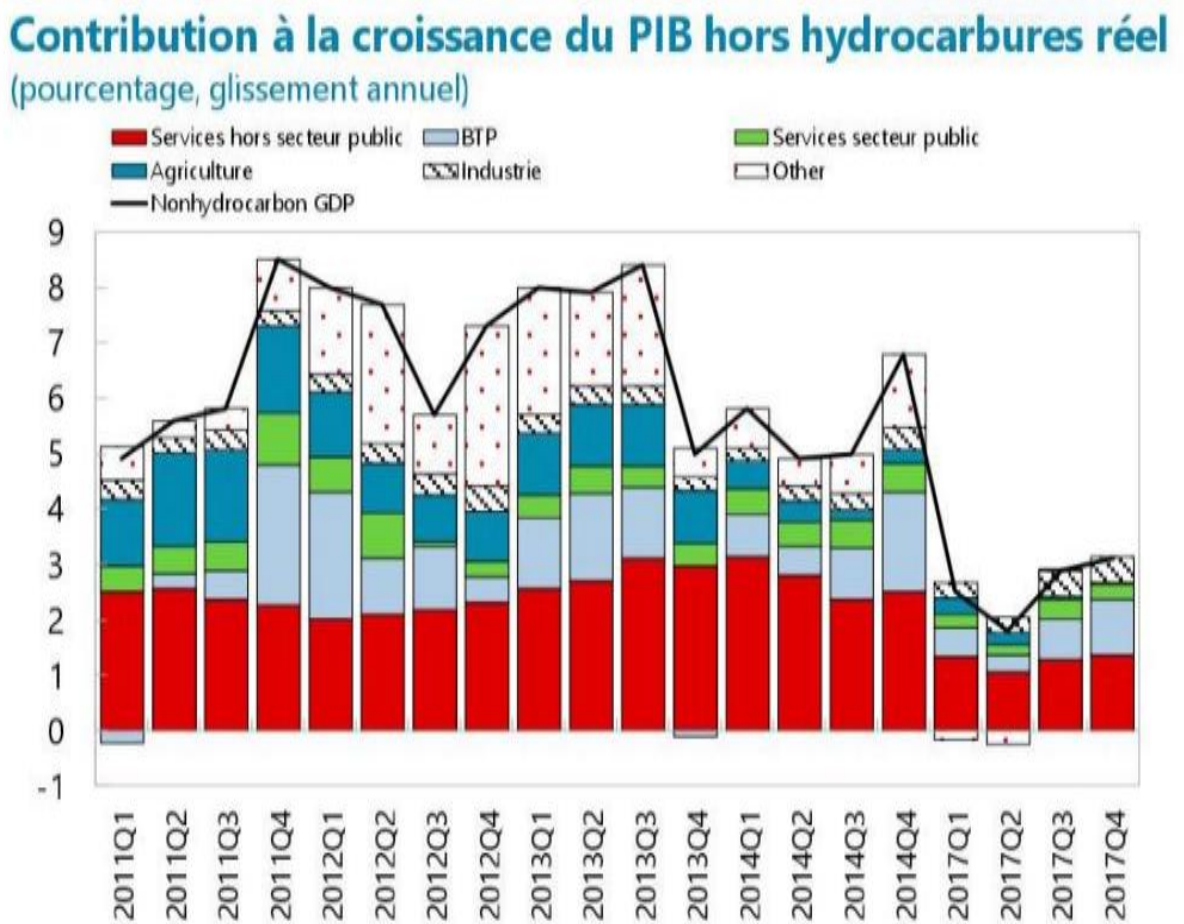
prouvé l'épuisement de l'épargne placée dans le fonds de régulation des recettes (FRR) pétrolière a cause de la chute des prix du pétrole.

Par mesure réactionnelle, l'Etat a fait recours à l'endettement auprès de la Banque d'Algérie (Banque centrale) pour financer son déficit depuis novembre 2017, dégageant ainsi 3% du PIB et 8,6% comme rachat des créances des entreprises publiques et le financement du Fond national d'investissement FMI.

6. Evaluation de quelques indicateurs macroéconomique en Algérie :

6.1 Evolution du PIB hors hydrocarbures :

Figure 9 : Croissance du PIB hors hydrocarbures réel en l'Algérie (2011-2017)

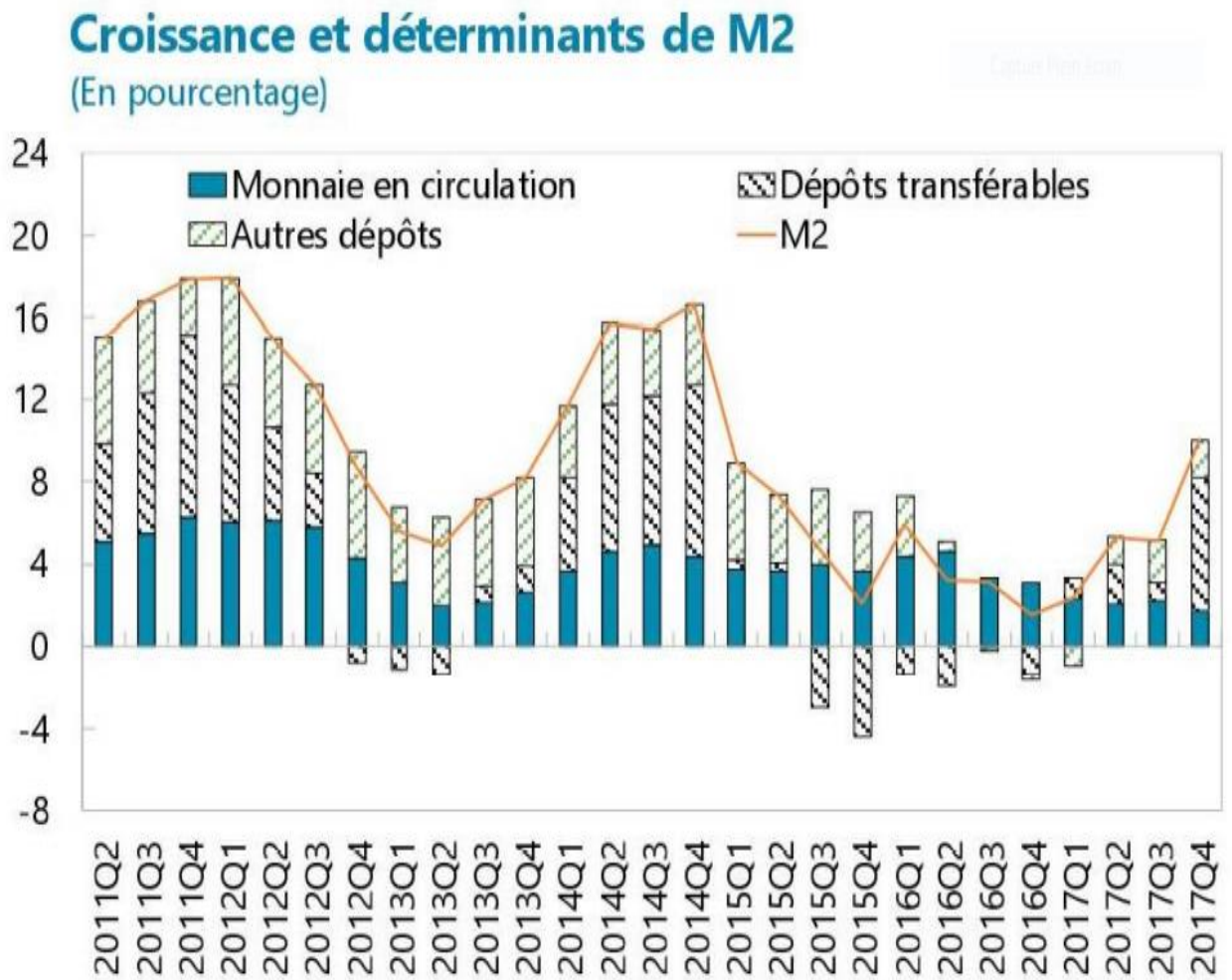


Source : (FMI, 2018, p. 08).

La croissance du PIB hors hydrocarbures a connu un ralentissement lié à la baisse de la demande Européenne en plus une diminution de 3% de la production d'hydrocarbures (le quota de l'OPEP) le taux de croissance est de 1,6% contre 3,3% en 2016 c'est presque la moitié.

6.2 Evolution des déterminants de M2 :

Figure 10 : Croissance et déterminants de M2



Source : (FMI, 2018, p. 10).

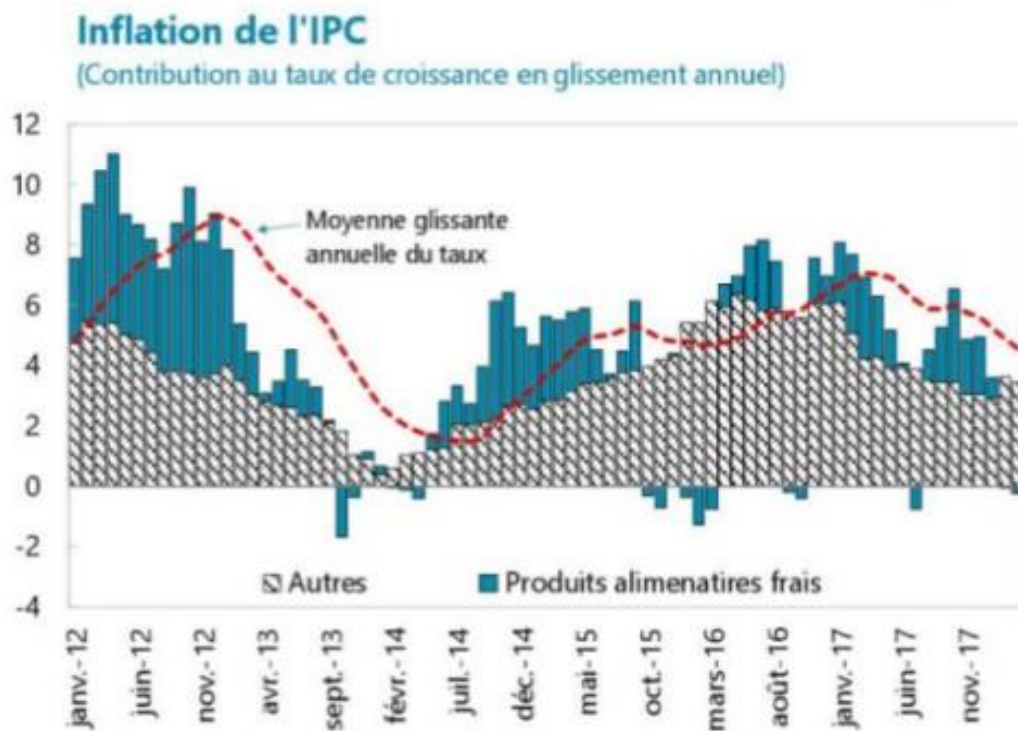
En 2016, une baisse de la croissance de la monnaie liée à la baisse des dépôts bancaires en dépit de la baisse des réserves obligatoires, d'après le rapport de la Banque d'Algérie 2016. L'évolution des composantes de la masse monétaire M2 n'est pas aussi contrastée qu'elle a été en 2015, c'est à cause de la baisse du niveau de dépôt au sens des banques commerciales et le trésor ce qui engendre la baisse des dépôts des secteurs hors hydrocarbure à savoir ce des entreprises publiques. On remarque une accélération de la croissance de la monnaie en 2017, grâce à une forte augmentation des dépôts, cette croissance des dépôts est justifiée par une évolution de la circulation fiduciaire et des dépôts auprès des CCP.

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

6.3 Evolution du taux d'inflation, taux de chômage en Algérie 2011-2017 :

➤ L'inflation :

Figure 11 : l'évolution de l'inflation en Algérie



Source : (FMI, 2018, p. 08).

Tableau 09 : VARIATION MOYENNE DE L'INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION A FIN DECEMBRE 2019

Base 2001=100							
	unité	Fin Déc. 2014	Fin Déc. 2015	Fin Déc. 2016	Fin Déc. 2017	Fin Déc. 2018	Fin Déc. 2019
Alimentation, boissons non alcoolisées	%	3,90	4,70	3,39	5,01	3,38	-0,56
Habillement –chaussures		7,14	8,68	13,74	8,88	5,50	6,61
Logement-charges		1,30	1,28	6,35	2,33	0,89	1,51
Meubles et articles d'ameublement		3,60	4,41	5,28	4,21	5,38	5,04
Santé hygiène corporelle		4,40	6,14	6,64	5,67	4,06	3,10
Transports et communication		-1,05	3,68	11,74	4,72	5,52	1,20
Education-culture-loisirs		8,93	4,86	-1,43	2,93	4,63	13,56
Divers (NDA)		0,57	6,78	10,80	11,13	7,33	5,59
Taux d'Inflation moyen		2,92	4,78	6,40	5,59	4,27	1,95

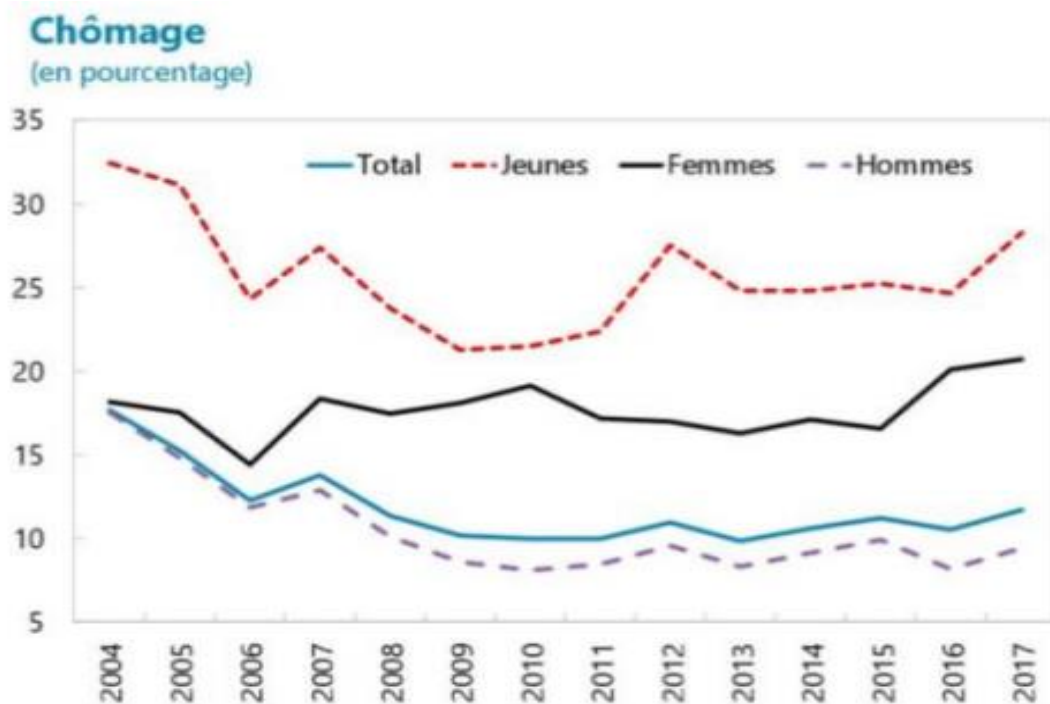
Source : ONS

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

On remarque que l'inflation est passé de 6,40% en 2016 à 5,59% en 2017 et il dépasse l'objectif de la banque d'Algérie qui est de l'ordre de 4%, et on remarque aussi une diminution du taux d'inflation en 2018 et 2019 jusqu'à 1,95% en fin décembre 2019 d'après les données de l'ONS.

➤ Le taux de chômage :

Figure 12 : Evolution de taux de chômage en Algérie



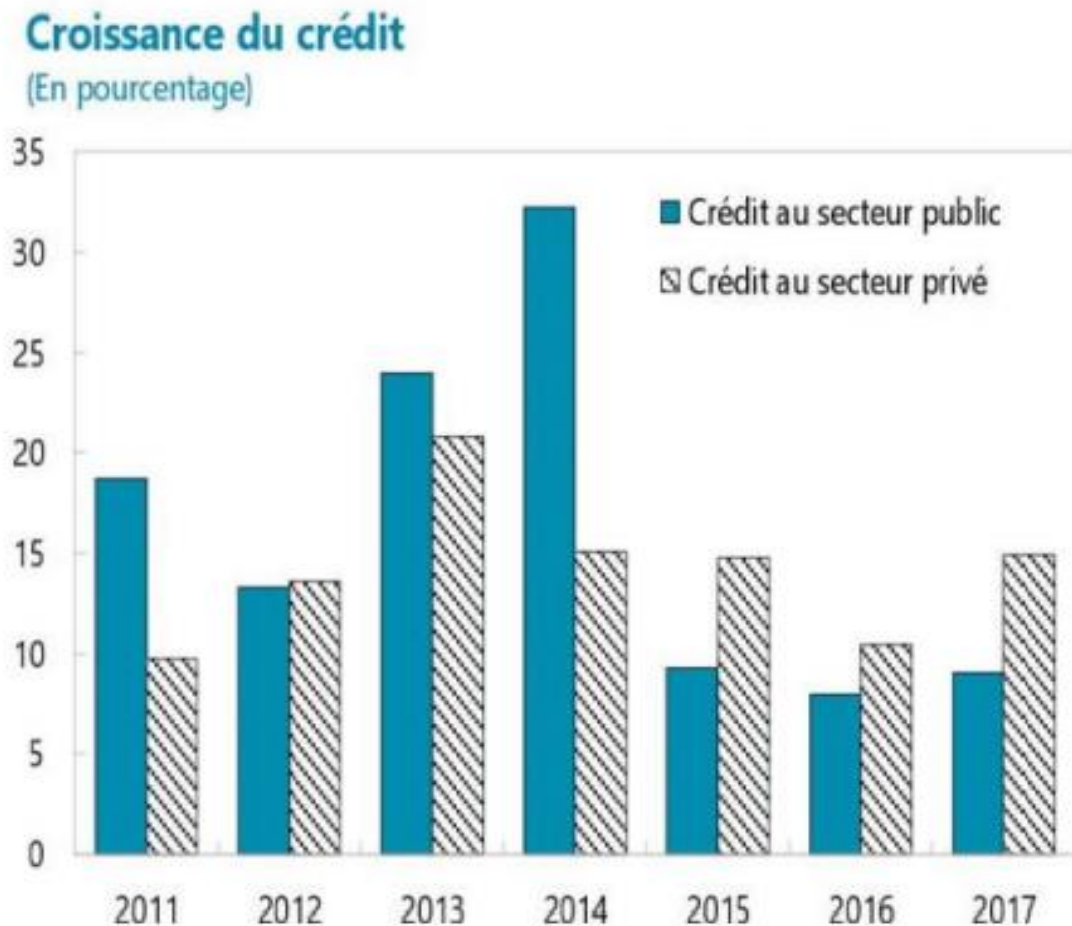
Source : (FMI, 2018, p. 08).

Une augmentation du taux de chômage de 1,8%, il est passé de 10,5% en 2016 à 12,3% en avril 2017, en septembre 2017 une baisse légère de 0,6%. Il est plus élevé chez les jeunes avec 28,3% et chez les femmes 20,7%.

6.4 Croissance du crédit, liquidités et taux d'intérêt en Algérie :

➤ Croissance du crédit :

Figure 13 : croissance des crédits dans l'économie algérienne.



Source : (FMI, 2018, p. 10).

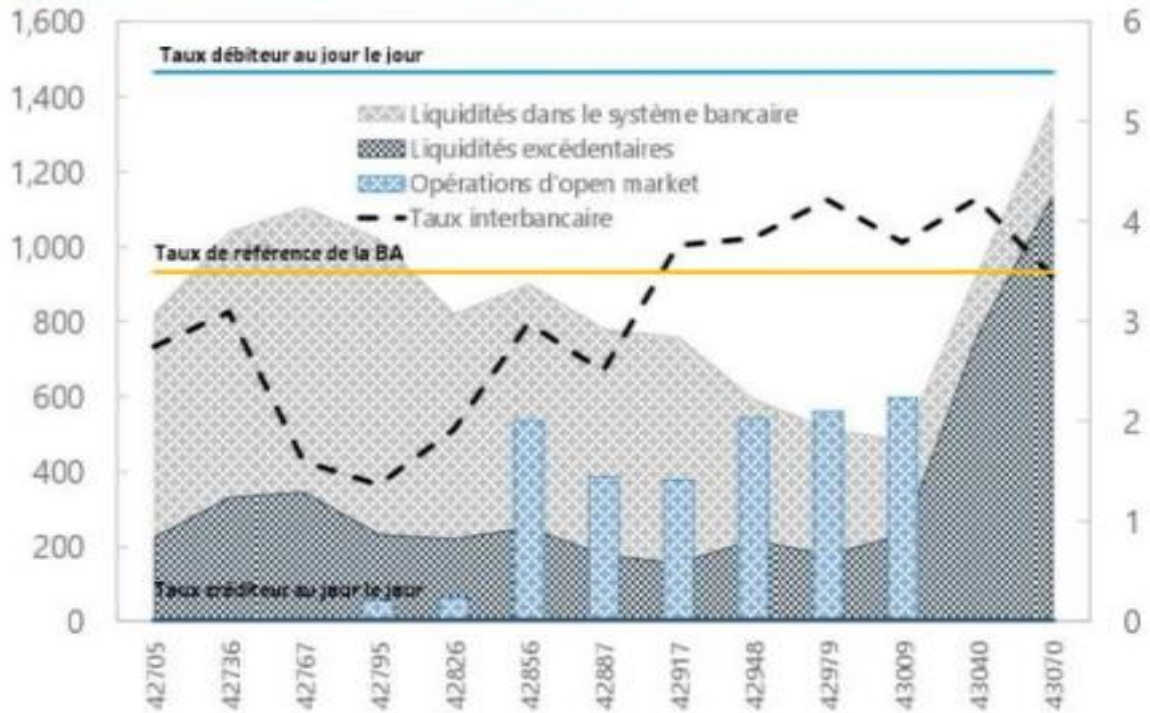
Une progression de 7,2% dans les crédits accordés aux entreprises publiques, hors rachat des créances non performantes en 2016 contre les crédits accordés au secteur privé (entreprise et ménages), soit une expansion de 10,3%. Une hausse de 15,4% dans les crédits au secteur privé, les crédits accordés aux ménages, qui sont essentiellement des crédits hypothécaires. L'explication de la croissance du crédit à l'économie est les importantes injections des liquidités dans le système bancaire réalisé à partir des tirages des FRR à travers l'opération de refinancement auprès de la Banque d'Algérie et à travers aussi l'abaissement des réserves obligatoires (de 8% à 4%).

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

Figure 14 : croissance de la liquidité, taux d'intérêt en Algérie (2011-2017)

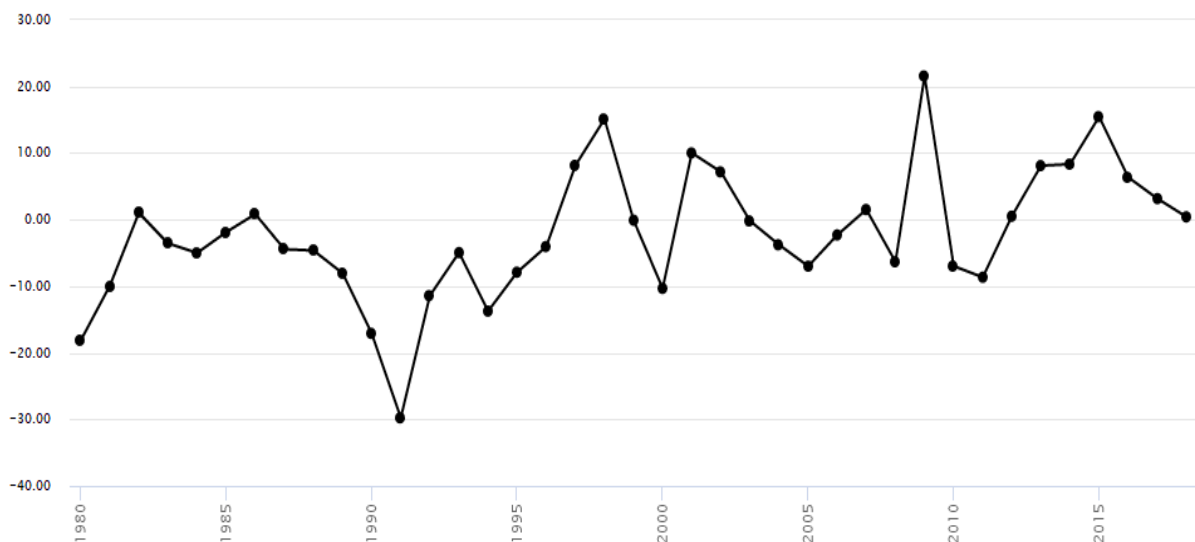
Liquidités et taux d'intérêt

(Liquidités en milliards de DZD et taux en %)



Source : (FMI, 2018, p. 10).

Figure 15 : croissance du taux d'intérêt réel en Algérie (1980-2018)



Source : Banque mondiale, Perceptive monde, date de consultation 20/08/2020,

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

➤ La liquidité :

L'évolution des facteurs autonomes (ponctions et injections), a partie d'aout 2016, l'injection de 1011,7 milliards de dinars, en dépit de refinancement de la Banque d'Algérie. Face à la tendance baissière de l'excès de liquidité bancaire lié au fait que les montants des ponctions de liquidité sont devenu supérieurs aux montants des apports de liquidité (Banque d'Algérie, 2016.p98).

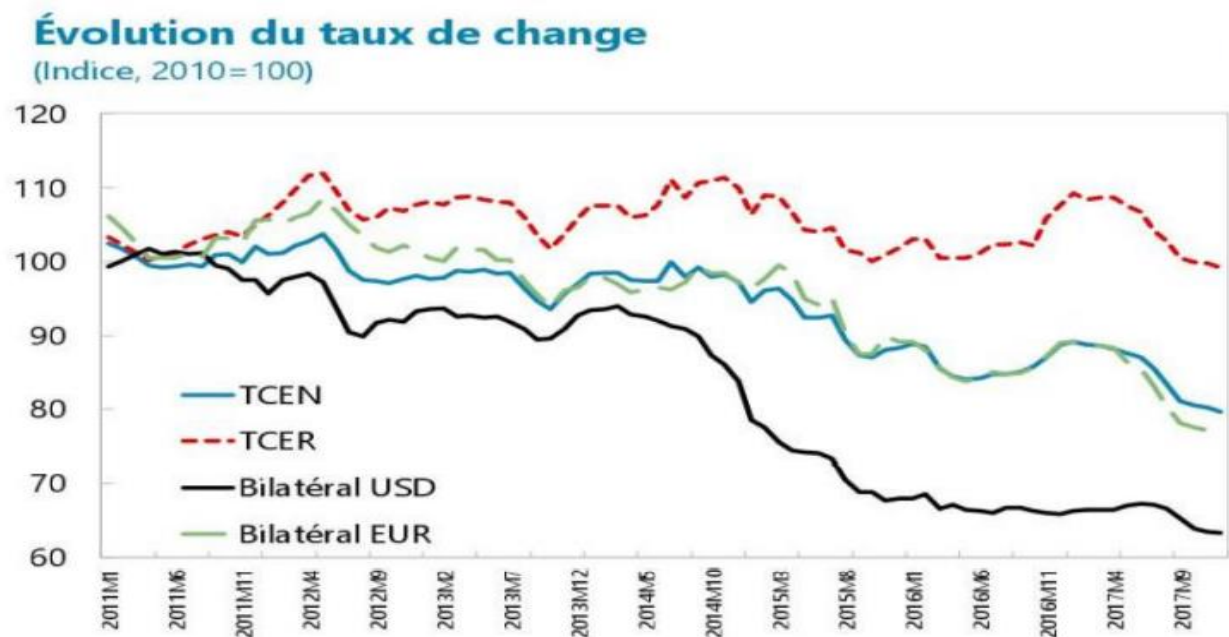
En 2017, dans le contexte du financement non conventionnel la Banque d'Algérie à crée 2.815 milliards de dinars de monnaie au 30 novembre 2017 soit environ 19 milliards de dollars ce qui explique la hausse de la liquidité.

➤ Le taux d'intérêt :

En 2015, la Banque d'Algérie réduit les seuils de reprise de liquidité, elle a aussi réduit le taux de réserve obligatoire de 12 à 8% en 2016 et aussi elle à réactivé les opérations de réescompte d'effets privés et publics et a baissé son taux de 4 à 3,5% tout en se préparant à lancer les opérations d'open Market en 2017. En 2018, une réduction du taux d'intérêt réel de 2,54% (3,15% en 2017 contre 0,41% en 2018).

6.5 Evolution du taux de change :

Figure 16 : Evolution de taux de change en Algérie (2011-2017)



Source : (FMI, 2018, p. 10).

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

Tableau 10 : TAUX DE CHANGE DES PRINCIPALES MONNAIES A FIN DECEMBRE 2019

<i>(DA/Principales monnaies)</i>	Unité	Fin Déc. 2014	Fin Déc. 2015	Fin Déc. 2016	Fin Déc. 2017	Fin Déc. 2018	Fin Déc. 2019
Taux de change moyen DA/\$	DA/US\$	80,56	100,46	109,47	110,96	116,62	119,36
Taux de change fin de période	DA/US\$	87,90	107,13	110,53	114,93	118,29	119,16
Taux de change moyen DA/EURO	DA/EURO	106,91	111,14	121,18	125,32	137,69	133,71
Taux de change fin de période	DA/EURO	107,05	117,06	116,37	137,49	135,38	133,63

Source : Banque d'Algérie.

D'après la Figure et le table on remarque une dépréciation du taux de change effectif ainsi que le réel en 2017.

Section 03 : Evaluation de la politique monétaire.

D'après les données citées dans la section précédente, on est obligé de faire une analyse et une synthèse pour répondre à notre problématique.

1 Analyse et commentaire :

La situation économique et sociale de l'Algérie est marquée ces dernières années, essentiellement par l'épuisement des fonds de régulation des recettes FRR qui est passé de 232.137MDS de dinars d'actif en 2002 à 784.459 MDS en fin décembre 2016 puis 784459 millions DA en février 2017, après l'épuisement du FRR et l'incapacité de l'autorité budgétaire de financer la dette et le déficit budgétaire de l'Etat, la seule solution c'est le recours au financement non conventionnel qui se fait directement entre la Banque d'Algérie et trésor public via l'achat des titres émis par l'Etat illustré par l'article 45 bis de la loi 17-10.

Les titres émis par l'Etat sont a la hauteur de 570 MDS de dinars en octobre 2017 à 3585 MDS de dinars de janvier 2018 à juin 2018 (Figure n°5), depuis 2002 les dépenses budgétaire excèdent les recettes sauf après l'application du financement (voir la Figure n°6) c'est a cause de la résorption du déficit budgétaire.

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

Après l'endettement auprès de la Banque d'Algérie en remarque une diminution du déficit hors hydrocarbures de moins de 2% du PIB hors hydrocarbures, diminution de 1,3% des dépenses globales, augmentation de 3% du PIB et 8,6% comme rachat des créances des entreprises publiques et le financement du fond national d'investissement FMI, un ralentissement PIB hors hydrocarbures 1,6% contre 3,3% en 2016 (voir la Figure n°7), une accélération de la croissance de la monnaie en 2017 grâce à la circulation fiduciaire et des dépôts auprès des CCP, le taux d'inflation en 2017 est de 5,59% et dépasse l'objectif de la Banque d'Algérie qui à l'ordre de 4%, une augmentation du taux de chômage en 2017 et il est plus fort chez les jeunes et les femmes (voir la Figure 10) ; une progression de 7,2% des crédits accordés au entreprises publiques et une hausse de 15,4% dans les crédits secteur privé ; concernant le taux d'intérêt le banque d'Algérie à lancer les open market après on remarque une diminution du taux d'intérêt (3,15% en 2017 contre 0,41% en 2018).

D'après cette analyse, on remarque que le financement non conventionnel a pour but de combler le déficit budgétaire et non pas pour la consommation et aussi que ce mode de financement a un impact sur l'économie algérienne.

2. Cette stratégie de financement non conventionnel présente des opportunités mais elle n'est pas sans risque majeurs :

De nombreuses controverses entre les experts sur le sujet du financement non conventionnel, il est généralement considéré comme une arme a double tranchant :

- Le coté positive, il présente des opportunités en permettant de débloquent et relancer les leviers et sociaux pour booster la croissance et relancer le marché du travail contrairement a l'économie algérienne, Il était destiné à relancer les leviers économiques, qui devaient par la suite donner la possibilité à l'Etat de rembourser cette dette intérieure, et ce à travers les retours d'investissement, la fiscalité ordinaire, et la fiscalité issue de l'activité des hydrocarbures mais malheureusement ces effets positives semblent être diluées, la situation financière ne cesse sous le poids, de l'inflation, de la dépréciation de la monnaie, de la corruption, et d'une absence cruelle d'une vision économique.
- Son coté négative, le risque majeur est spirale inflationniste à 2 chiffres, qui peut entrainer de multiples effets néfastes. La grande contrainte repose sur le fait que plus le financement non conventionnel dure et se renforce plus il est difficile d'en sortir laissant l'Algérie dans une nouvelle crise.

3. L'impact estimé du financement non conventionnel selon la banque mondiale dans l'économie algérienne :

D'après le rapport de suivi de la banque mondiale sur la situation économique de l'Algérie, l'économie est confrontée au défi du mécontentement social, à la faible décentralisation, à la lenteur de la transformation structurelle et aussi à la faible participation de la main-d'œuvre féminine et en fin à la gestion du financement non conventionnel adoptée par le gouvernement. La Banque mondiale estime que cette nouvelle politique monétaire non conventionnelle présentée par la banque centrale de financer directement le déficit du trésor "est susceptible de réduire les contraintes qui pèsent sur les finances publiques à court terme, mais elle pourrait entraîner des retards dans l'adoption et la mise en œuvre de réformes budgétaires et structurelles clés dont l'économie algérienne a grand besoin actuellement" selon le rapport de la banque mondiale.

La banque mondiale avertit qu'elle pourrait entraîner une pression inflationniste considérable et aussi une forte baisse du PIB à moyen terme selon l'institution de Bretton woods, "la grogne sociale qui s'amplifie suite aux réductions des dépenses publiques, les hausses d'impôts et les taux élevés de chômage des jeunes constituent des risques importants". Si la volonté politique et le consensus national pour rationaliser les subventions "inefficaces, inéquitables et généreuses" se dessinent progressivement, une telle réforme, relève la Banque mondiale, exige de meilleurs dispositifs de protection sociale, un système de transferts monétaires bien ciblé et une campagne médiatique globale.

Ces mesures d'accompagnement sont programmées pour être mises en œuvre à moyen terme "La lenteur de la transformation structurelle entrave la diversification économique par rapport aux hydrocarbures" constate la Banque mondiale, relevant "l'absence de consensus sur les éléments clés de la stratégie, par exemple la question de savoir s'il faut promouvoir le développement des exportations ou la substitution des importations, et le rôle du secteur privé" le rôle des autorités locales sera renforcée par la grande décentralisation économique, ce que estime l'institution de Bretton woods ; ce qui faciliterait l'accès aux services sociaux de base, mais ça nécessiterait un changement par rapport au modèle actuel de reddition de compte au centre.

Note la Banque mondiale, que la faible participation des femmes au marché du travail liée aux déficiences de l'infrastructure "cette faible participation est probablement liée aux

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

déficiences de l'infrastructure, au modèle de création d'emplois, à la portée large du dispositif de protection sociale et à la migration”.

4. Les conséquences du financement non conventionnel dans l'économie algérienne :

Les expériences du financement non conventionnel vécus dans les pays développés, dont une économie de marché où se trouvent des marchés financiers très développés, une indépendance des banques centrales aux mécanismes de gestion monétaire où il y a un fond de la régulation. Le but du financement non conventionnel dans ces pays est d'éviter la déflation, ce phénomène se traduit par les taux d'intérêt sont proches de zéro, qui peut créer un dysfonctionnement dans l'économie, notamment l'investissement et la consommation. Ce qui n'est pas le cas en Algérie, qui est un cas spécifique puisque le but du recours au financement non conventionnel est de compenser l'énorme déficit budgétaire, le fond de régulation des recettes était à zéro en 2017.

Le financement non conventionnel a plusieurs impacts sur l'économie algérienne, le premier impact est présenté par la résorption du déficit budgétaire. Ainsi, selon les données de la banque centrale algérienne, l'encours des financements via le financement non conventionnel 4.005 milliards de dinars en fin septembre 2018, soit 34 milliards de dollars américains depuis le lancement de ce mode de financement, en octobre 2017. En clair, entre novembre 2017 et septembre 2018, c'est l'équivalent de 34 milliards de dollars de monnaie qui ont été créés pour faire face au déficit budgétaire et au remboursement de la dette intérieure.

L'impact majeur du financement non conventionnel c'est une spirale inflationniste, qui est présentée comme suit :

-Premier impact, une poussée inflationniste à terme entraînerait une méfiance de la population qui va pour se prémunir se réfugier dans des achats comme l'or, les devises, l'immobiliers, le stockage de biens durables, élargissant la sphère informelle. Rappelons que l'emprunt obligataire a eu un résultat mitigé vis à vis de l'insertion du capital argent de la sphère informelle, l'essentiel du capitalisé provenant de la sphère réelle ce qui a conduit à l'assèchement des liquidités des banques, tout en encourageant certaines rentes spéculatives profitant d'un taux d'intérêt de 5 à 5,75%

Chapitre03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.

-Deuxième impact, une baisse du même niveau sur les revenus fixes notamment des salariés et des fonctionnaires l'Etat qui risquent d'avoir un revenu divisé par deux en termes de parité de pouvoir d'achat avec le laminage des couches moyennes , l'inflation réalisant une épargne forcée pour combler le déficit budgétaire avec le risque de la spirale, revendication sociales, hausse des salaires, inflation - hausse des salaires et inflation,

-Troisième impact, avec un taux d'inflation supérieur ceux qui ont placé leur capital argent se trouvent pénalisés, accroissant encore plus la méfiance vis-à-vis du dinar, ce qui impliquera forcément le relèvement obligatoire des taux d'intérêts des banques si on veut éviter leur faillite, avec des taux d'intérêts élevés , frein de l'investissement productif et enfin le dérapage officiel du dinar avec un écart de 50% sur le marché parallèle , avec le renchérissement de tous les biens importés accélérant à son tour le processus inflationniste.

5. Quelles autres alternatives au financement non conventionnel ?

Les alternatives existantes sont les financements bancaires et les facilités que peut accorder la Banque d'Algérie aux banques pour continuer à accorder leurs crédits. L'économie algérienne étant une économie d'endettement, toute repose sur le crédit bancaire, donc on peut trouver des formules de financement direct ou indirect, telles que le financement alternatif qui peut apporter des solutions au financement de l'économie nationale. Mais, comme on n'a pas trouvé de solution aux questions de fond, comme celles de la politique budgétaire, fiscale et des subventions, et aussi le climat des affaires, la question du financement restera toujours posée. Et aussi parmi les autres alternatives qui existent le recours à l'endettement au niveau international, la dévaluation de la monnaie nationale (le dinar) et enfin le recourir a une forte imposition.

Conclusion du chapitre

Un déficit budgétaire a un impact économique qui peut selon certains économistes, être un stimulant pour l'activité économique par l'intermédiaire d'une politique de relance selon les principes du keynésianisme, ou simplement être un moindre mal dans certaines situations de récession. Pour d'autres économistes, un déficit budgétaire est toujours le signe d'une mauvaise gestion des fonds publics et de l'argent du contribuable et à ce titre, il doit être évité. L'économie algérienne a vécu un grand déficit qu'il doit d'être éviter, pour éviter ce déficit le financement non conventionnel a été engagé en Algérie selon l'article 45 bis de la loi 17-10 relative à la monnaie et au crédit suite à l'épuisement des fonds de régulation des recettes (FRR) pour faire face aux besoins de liquidités né de la nécessité du financement des différents secteurs de l'économie.

La banque mondiale estime que ce mode de financement peut entraîner une pression inflationniste considérable, une forte baisse du PIB, réduction des dépenses publiques, les hausses d'impôts, les taux élevés de chômage des jeunes constituent des risques importants. Bien évident que ses politiques monétaires non conventionnelles ont un impact sur l'économie algérienne, cet impact est sous forme d'une spirale inflationniste, un taux d'inflation supérieur ceux qui ont placé leur capital argent se trouvent pénalisés, accroissant encore plus la méfiance vis-à-vis du dinar, une baisse du même niveau sur les revenus fixes notamment des salariés et des fonctionnaires l'Etat qui risquent d'avoir un revenu divisé par deux en termes de parité de pouvoir d'achat.

Conclusion générale

Conclusion générale

Avant la crise mondiale de 2008 « la faillite de la banque Lehman Brothers » les banques centrales de la majorité des pays utilisaient des politiques monétaires traditionnelles mais depuis cette crise financière et après le grave dysfonctionnement des marchés, les autorités monétaires des grands pays n'ont eu d'autres choix que de mettre en place le financement non conventionnel où bien des mesures dites « non conventionnelles » pour contrer les ruptures de liquidité sur les marchés de crédit. C'est un mode de financement qui est qualifié, il ne porte pas seulement sur les taux d'intérêt à court terme mais sur la qualité de refinancement, les montants des apports de liquidité sont importants et aussi il modifie substantiellement la structure et la taille des bilans des banques centrales.

Ces mesures non conventionnelles peuvent prendre des formes différentes, en fonction des priorités définies par les banques centrales et aussi selon les caractéristiques du système financier, c'est pour ça qu'il diffère d'un pays à un autre dans les objectifs et les instruments.

L'Algérie aussi a adopté ce type de financement à la fin de l'année 2017, après l'épuisement du fonds de régulation des recettes (FRR) pour une durée de cinq ans, notamment le financement direct du Trésor auprès des banques d'Algérie, pour garantir le maintien de la dynamique de développement économique et sociale.

La situation de l'économie algérienne est loin de présenter des similarités avec les cas exposés dans les autres pays, en Algérie les instruments non conventionnels n'ont pas atteint leurs limites comme dans les autres pays et les taux d'intérêt sont loin d'être « proches de zéro » selon la banque d'Algérie le financement non conventionnel est offert au trésor un moyen de gérer son déficit et il participe notamment à la couverture des besoins de financement du trésor, au financement de la dette publique interne et au financement du fonds national d'investissement.

Nous avons tenté, dans ce mémoire de mettre en évidence la conduite du financement non conventionnel en Algérie et de montrer ses instruments, son objectif et son impact sur quelques indicateurs macro-économiques en Algérie.

Pour cet effet, notre travail est scindé en trois chapitres, dont le dernier a porté sur une étude de cas. Nous avons présenté dans le chapitre préliminaire, quelques notions de base sur les politiques monétaires traditionnelles, le cadre théorique du financement, son origine et ses objectifs. Tandis que le second chapitre, il était consacré à la présentation de l'histoire de l'économie algérienne, les grandes phases de la politique monétaire en Algérie ainsi que le

Conclusion générale

financement non conventionnel comme une politique monétaire adopté en Algérie depuis 2017.

A fin de bien répondre à notre problématique, nous avons posé des questions secondaires auxquelles nous avons répondu en proposant des hypothèses.

Constat et teste d'hypothèses :

A fin de tester ces hypothèses, nous avons en recours aux ouvrages, thèse de recherche et autres recherches bibliographiques pour présenter le cadre théorique du sujet. Aussi, nous avons effectué un stage pratique au sein de la Banque d'Algérie pour mettre en œuvre la conduite du financement non conventionnel en Algérie.

Notre **première hypothèse** est validée. En effet, selon différents auteurs, la politique monétaire est un instrument de la politique économique développé par une banque centrale, son ultime objectif est de réaliser le carré magique : stabilité des prix, croissance maximum, plein emploi et l'équilibre de la balance des paiements. Concernant le financement non conventionnel consiste à utiliser les ressources de la Banque centrale à fin de couvrir les obligations du trésor, c'est une théorie néo-keynésienne à pour objectifs la stabilité des marchés financiers, la relance du crédit et la lutte contre la déflation.

La deuxième hypothèse s'avère être confirmé aussi, car vraiment l'économie algérienne a connu plusieurs phases essentielles qui se présentent comme suit : la première période de 1962 jusqu'à 1985 qui était caractérisé par un système de planification centrale et le modèle de développement présenté à l'arrivée du président Houari Boumediène. La deuxième période de 1985 jusqu'à 1998 caractérisé par une crise économique, stabilisation et ajustement structurelle. La troisième période 2000-2014 c'est le retour de l'Etat investisseur et en dernier après 2014 l'économie algérienne a été touchée par la grande chute des cours des hydrocarbures. Tout ce changement implique un changement dans la conduite de la politique monétaire, chaque période de l'économie algérienne a une politique monétaire adaptée jusqu'à le recours au financement non conventionnel comme une politique monétaire en Algérie après la chute brutale des prix du pétrole.

Quant à la **troisième hypothèse** est aussi confirmée, en réalité le risque majeur des politiques monétaires non conventionnelles en Algérie c'est la spirale inflationniste parce que le

Conclusion générale

financement non conventionnel où la planche à billet fabrique des signe monétaires de la liquidité par la banque centrale, ce qui augmente la masse monétaire dans l'économie, sachant qu'il faut impérativement que les deux puissent grandir dans les mêmes proportions (la masse monétaire et la production de biens et de services) selon la relation de Fisher, c'est-à-dire l'inflation, l'Etat algérien permet d'avancer de la liquidité par la banque centrale au trésor public.

D'après notre analyse sur l'évolution de quelques indicateurs macro-économiques après l'application di financement non conventionnel, nous constatons qu'il a un impact sur presque tout les indicateurs, on peut constater aussi que le but essentiel où bien le résultat atteint par le financement non conventionnel est de combler le déficit budgétaire de trésor et non pas de relancer l'économie donc les politiques monétaires non conventionnelles ont un impact négatif sur l'économie algérienne.

A la fin de notre travail, nous avons présenté quelques autres alternatives du financement non conventionnel en Algérie comme le recours à l'endettement au niveau international, la dévaluation de la monnaie nationale et le recours a une forte imposition.

Des obstacles et des imprévus ont survenu lors de la réalisation de ce travail, mais ceci n'a pas empêché d'honorer notre engagement. A cause de l'indisponibilité d'informations et la limite du temps, nous n'avons pas pu mettre en œuvre toute les statistiques nécessaires.

Recommandations :

- Pour avoir une politique monétaire efficace il ne faut pas ignorer les préconisations du monétaire international (FMI).
- Avant de définir une politique monétaire, il faut étudier la situation du pays pour bien identifier les objectifs et les instruments.

Perspectives de la recherche :

Nous estimons avoir présenté l'essentiel des politiques monétaires non conventionnel, son champ d'application est tellement vaste, on espère que ce sujet sera l'objet pour d'autres recherches approfondies comme Essai d'évaluation des instruments des politiques monétaires non conventionnelles et aussi efficacité et limites du financement non conventionnel en Algérie.

Bibliographie

Ouvrage :

- ALAIN BEITONE, CHRISTOPHE RODRIGUES, Economie monétaire Théories et politiques, op.cit. édition 2017
- BAILLY, J-L., CAIR, G., FIGLIUZZI, A et LELIEVRE, V. Economie monétaire et financière. 2^{ème} éd. Paris : Edition Bréal, 2006.
- BENASSY, A. Politique économique. 1^{ère} éd. Paris : Edition Boeck, 2004.
- BENHALIMA A, « système bancaire algérien, textes et réalisés », 2^{ème} édition DAHLAB, Alger, 2001,
- BENNISSAD. H, « la réforme économique en Algérie, ou l'indicible ajustement structurel », OPU, 2^e édition, Alger, 1991.
- BEZIADE M, « la monnaie », 2^{ème} édition, Masson, Paris, 1985.
- BLANCHARD, Dell'Araccia, Mauro, 2010.
- BOUYACOUB. A, « les mécanismes financiers et l'entreprise publique », les cahiers de CREAD, Alger, 1987
- BRANA S, CAZALS M et KAUFFAMANN P, « Economie Monétaire et financière », Dunod, Paris, 2003.
- BZTBEZE, Bordes, Couppey-Soubeyran, Plihon, 2011.
- PFISTER Christian et VALLA Natacha, « L'économie mondiale 2016 », Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2015.
- COUPPEY-SOUBEYRAN, J. Monnaie, Banque, Finance. 2^e éd. Paris : Edition PUF, 2012.
- DELAPLACE Ghislain, « Histoire de la pensée économique », Dunod, Paris, 2008.
- DELAPLACE M, « monnaie et financement de l'économie », Paris, 2003.
- DOMINIQUE Plihon, « la monnaie et ses mécanismes », 3^e édition La Découverte, Paris 2003.
- HENNI. A, « Monnaie, crédit, et financement en Algérie (1962-1987) », CRAD, 1987.
- JAIFFERE, P. Monnaie et politique monétaire. 4^{ème} éd. Paris: Edition ECONOMICA, 1996.
- PATAT. J, « la monnaie, institutions financières et politique monétaire », 5^e édition Economica, Paris 1993.
- THIERRY T, « l'essentiel de la macro-économie », 4^{ème} édition, Goualions, éditeur, 2008.
- LELIEVRE V, « économie monétaire et financier », 2^{ème} édition, BREAL, Rome, 2006.

Thèses et mémoires

- ANTOINE Chignier, les politiques industrielles de l'Algérie contemporaine, le développement en faillite des relations entre l'état et appareil de production dans une économie en développement, Mémoire soutenu le 7 septembre 2009 ; p 17. doc.sciencespo-lyon.fr/Ressources/Documents/...a/.../chignier_a.pdf.
- KANGA Kouamé Désiré, « Essais sur l'impact des mesures de la politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro », Thèse de doctorat, sciences économique, Université d'Orléans : Ecole Doctorale sciences de l'Homme et de la Société, Laboratoire d'économie d'Orléans, 2017.
- LEHARA Farida/ LOUNIS Farida « Le rôle de la politique monétaire dans la gestion de la crise économique actuelle en Algérie ». mémoire, 2017.
-

- BENCHARRAT, Amal /SNASNI Selwa « Essai d'analyse de l'efficacité des instruments de la politique monétaire en matière d'objectifs de la Banque d'Algérie », mémoire master 2017/2018.

Articles et Revue :

- ABC de l'économie, 2017 les politiques monétaires non conventionnelles.
- BENBAHMED. T et LOHOUES. H, « perspectives Economique en Afrique », 2017 .
- AMOKRANE. M et RASDI. S, « la conduite de la politique monétaire en Algérie durant les deux dernières décennies objectifs et limites », 2015.
- Article de L'ONS, www.ons.dz
- Banque Centrale, rapport sur l'évolution économique et monétaire en Algérie, 2003.
- Banque centrale, rapport sur la situation monétaire et politique monétaire, 2010.
- BOUAKEL Mustapha/ LABIAD Naima, L'Efficacité de la Gestion de la Masse Monétaire dans le Cadre du Financement non Conventionnel Etude Analytique de la Période 2011-2022.
- BOUAKEL Mustapha/ LABIAD Naima, L'Efficacité de la Gestion de la Masse Monétaire dans le Cadre du Financement non Conventionnel Etude Analytique de la Période 2011-2022.
- CARLSON John, Haubrich Joseph G., Cherny Kent, and Wakefield Sarah. Credit Easing: A Policy for a Time of Financial Crisis. Federal Reserve Bank of Cleveland: <http://www.clevelandfed.org/research/trends/2009/0209/02monpol.cfm>.
- FISCHMAN. A, « Situation économique de l'Algérie : perspectives 2017 », 2017
- KHEFFACHE, K. (2017). Le recours à la planche à billets fait courir un risque de scénario Vénézuélien en Algérie. Maghreb Emergent. Alger.
- LABONTE Marc. "Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options". Congressional Research Service Report for Congress, February, 2014
- ministère des finances. «La situation économique et financière en 2000».
- ABDELBADDET Mohamed, what macroeconomics factors explain Algeria's poor economic growth; 2003; background paper for the GDN Global Research Project on explaining Growth in Developing countries: The case of Algeria; p4 http://depot.gdnet.org/gdnshare/pdf2/gdn_library/global_research_projects/explaining_growth/Algeria_growth_final.pdf
- Natixis. Qu'appelle-t-on vraiment « politique monétaire non conventionnelle » Natixis, Special report No 2, 2009.
- Rapport de CNES, Regard sur la Politique Monétaire en Algérie, 26ème session plénière, 2005.
- Rapport de conjoncture économique et sociale, Novembre 2015.
- Rapport de la BAFD sur les pays de l'OCDE, « perspectives économique en Afrique», 2007
- Rapport du Fonds monétaire international (FMI) : Ses projections pour l'Algérie le 6 OCTOBRE 2019 À 9 H 39 MIN

- THYGESEN Niels, 2013. Forward guidance: hubris or common sense? Background for keynote address at the 50th anniversary SUERF/Banque de France conference: https://www.banquefrance.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie_et_Statistiques/Othygesen.pdf.
- ZIDELKHIL Halim/ MOUHOUBI Aissa, Analyse du financement non conventionnel en Algérie 2020.
- ZOURDANI safia «La Stratégie de Financement non Conventionnel et son Impact Socio-économique en Algérie », 2019.

Réglementations

- L'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit abroge la loi n°90-10 du 14 avril 1990.
- La loi n°17-10 du 11 octobre 2017 complétant l'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit

Site web:

- Board of Governors of the Federal Reserve System. Commercial Paper Funding Facility (CPFF), in Regulatory Reform, consulté en ligne, le 02-08-2020: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm.
- <https://www.bank-of-algeria.dz>
- <https://www.joradp.dz>
- Le site officiel de la Banque d'Algérie : <https://www.bank-of-algeria.dz>

Annexes

Annexe n°01 : organigramme de la Banque d'Algérie.

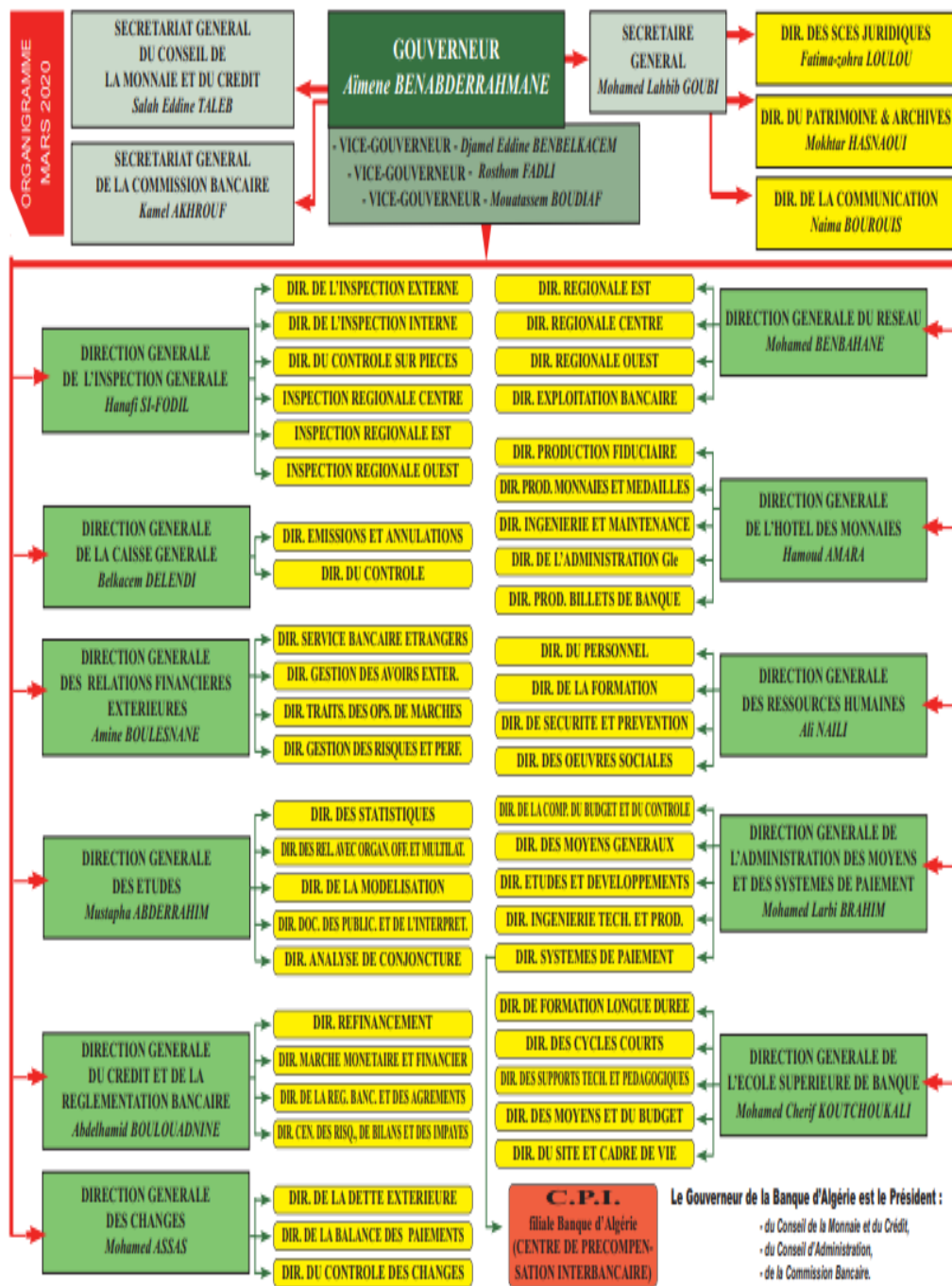


Table des matières

Dédicace

Remerciement

Liste des tableaux

Liste des figures

Liste des annexes

Résumé

Introduction générale.....A

Chapitre 01 : Généralités sur le financement non conventionnel

Introduction.....2

Section 01 : La politique monétaire traditionnel : objectifs et instruments.....3

1. Définition et principale théorie de la politique monétaire3

1.1 Définition de la politique monétaire3

1.2 Les principales théories de la politique monétaire4

1.2.1 La théorie quantitative de la monnaie4

1.2.2 La théorie keynésienne.....6

1.2.3 La politique monétaire dans la pensée monétariste.....7

1.2.4 Les nouveaux classiques8

2. Les instruments et les objectifs de la politique monétaire.....9

2.1 Les objectifs de la politique monétaire9

2.1.1 Les objectifs finals.....10

2.1.2 Les objectifs intermédiaires11

2.1.3 Les objectifs opérationnels15

2.2 Les instruments de la politique monétaire15

2.2.1 Les techniques de contrôle administratif et quantitatif15

2.2.2 Les techniques du marché16

Section 02 : Définition et concept de base du financement non conventionnels.....19

1. Naissance et définition de la politique monétaire non conventionnelle.....19

1.1 Naissance de la politique monétaire non conventionnelle.....21

1.2 Définition de la politique monétaire non conventionnel.....	24
2. Les instruments de la politique monétaire non conventionnelle	25
2.1 Le Quantitative Easing (QE) ou L'Assouplissement Quantitatif.....	27
2.2 L'Assouplissement Qualitatif	28
2.3 Credit Easing ou l'Assouplissement du crédit	28
2.4 Opération Twist	28
2.5 La « Forward Guidance » ou l'orientation (guidage), ou pilotage des anticipations.....	30
Section 03 : origine et objectifs du financement non conventionnel.....	32
1. L'origine du financement non conventionnel	32
2. Les expériences vécues des politiques monétaires non conventionnels dans les pays développés	35
2.1 L'usage non conventionnel d'instruments usuels	35
2.2 instruments réellement novateurs	37
3. L'objectif du financement non conventionnel.....	40
Conclusion du premier chapitre.....	44

Chapitre 02 : Le financement non conventionnel dans l'économie algérienne.

Introduction.....	46
Section01 :l'évolution de l'économie algérienne.....	47
1. La première période : 1962-1985.....	47
1.1 Un système de planification centrale.....	47
1.2 Le modèle de développement	47
1.3 Un large secteur public.....	48
2. La période 1985-1998 : Crise, stabilisation et ajustement structurel.....	49
2.1 La crise économique (1985-1993).....	49
2.2 Stabilisation macroéconomique et ajustement structurel (1994-1998).....	51
3 La période 2000-2014 Le retour de l'Etat investisseur	55
3.1 La problématique de la relance de la croissance des années 2000.....	55
3.2 L'importance de l'investissement public Globalement.....	61
3.3 Les principaux résultats des trois programmes (2000-2014).....	62
4. L'économie algérienne après le choc pétrolier de 2014	63

4.1 La croissance économique	63
4.2 L'inflation.....	64
4.3 Le chômage	64
4.4 Les dépenses et les recettes publiques	64
Section 02 : les grandes phases de la politique monétaire algérienne.....	66
1. Esquisse de la conduite de la politique monétaire en Algérie depuis l'indépendance à nos jours.....	66
1.1 La politique monétaire durant la période de planification centralisée (1962-1990).....	66
1.2 La politique monétaire durant la période de transition vers l'économie de marché (1990-2000).....	70
1.2.1 La politique monétaire à l'ombre de la promulgation de la loi relative à la monnaie et le crédit (LMC) de 1990.....	70
1.2.2 La politique monétaire durant la période d'ajustement structurel (PAS) 1994-1998.....	73
1.3 La politique monétaire durant la période de l'économie de marché (2000-2011).....	74
1.3.1 Le processus de la création monétaire.....	75
1.3.2 La conduite de la politique monétaire durant la période 2000-2011.....	76
1.4 La politique monétaire après le contre choc pétrolière de 2014	77
Section 03 : le financement non conventionnel en Algérie.....	78
1. La politique monétaire non conventionnel : la planche à billets.....	78
2. Les justifications de l'utilisation du financement non conventionnel par la BA.....	79
3. L'application du financement non conventionnel.....	81
4. La conduite de la politique monétaire en contexte de financement non conventionnel ...	81
5. La reprise de la surliquidité	82
6. Les derniers ajustements de la banque d'Algérie	83
Conclusion du chapitre.....	85
 Chapitre 03 : l'impact du financement non conventionnel sur l'économie algérienne.	
Introduction.....	87
Section01 : Présentation de La banque d'Algérie.....	88

1. Présentation de la banque d'Algérie (BA).....	88
1.1 Rôle et missions	89
1.2 L'organisation de la Banque d'Algérie.....	89
1.3 Direction de la Banque d'Algérie	90
1.4 Administration de la Banque d'Algérie	91
1.5 Surveillance et contrôle de la Banque d'Algérie	91
1.6 Attributions générales de la Banque d'Algérie	92
 Section 02 : La Stratégie de Financement non Conventionnel : objectifs escomptés et résultats.....	 93
1. Définition du financement non conventionnel.....	93
2. Contexte juridique et économique du FNC en Algérie	93
3. Les motivations de choix de ce genre de financement.....	94
4. Le financement non conventionnel en Algérie	95
5. Diagnostique global de situation budgétaire en Algérie	96
5.1 Evolution du budget de l'état, titres émis par l'état et des recettes et dépenses.....	96
5.2 Évolution du solde budgétaire de l'Algérie (2011-2017).....	98
6. Evaluation de quelques indicateurs macroéconomique en Algérie.....	99
6.1 Evolution du PIB hors hydrocarbures.....	99
6.2 Evolution des déterminants de M2.....	100
6.3 Evolution du taux d'inflation, taux de chômage en Algérie 2011-2017.....	101
6.4 Croissance du crédit, liquidités et taux d'intérêt en Algérie.....	103
6.5 Evolution du taux de change.....	105
 Section 03 : Evaluation de la politique monétaire.....	 106
1. Analyse et commentaire	106
2. Cette stratégie de financement non conventionnel présente des opportunités mais elle n'est pas sans risque majeurs.....	107
3. L'impact estimé du financement non conventionnel selon la banque mondiale dans l'économie algérienne.....	108
4. Les conséquences du financement non conventionnel dans l'économie algérienne.....	109
5. Quelles autres alternatives au financement non conventionnel.....	110
 Conclusion du chapitre.....	 111

Conclusion générale.....113

Bibliographie

Annexes