

Les impulsions monétaires de la banque centrale

Taouli Mustapha Kamel

Maître de conférences

Faculté des Sciences Economiques et Gestion

Taoulimk@yahoo.fr

Résumé

Les impulsions monétaires se traduisent aussi bien sur les comportements des institutions financières que sur celui des institutions non financières.

Ces impulsions, tendent à modifier également, via le taux monétaire, des grandeurs monétaires telles que les taux d'intérêt, d'escompte, de réescompte ou encore le taux de change. Ces modifications finissent par se répercuter, du moins théoriquement, sur les niveaux de l'activité (chômage), des prix (inflation) et des entrées de devises (réserves de change).

Néanmoins, ces impulsions ne se traduisent pas aussi mécaniquement de par certaines résistances structurelles et sténoses dues à la fragilité du système financier lui-même.

LES IMPULSIONS MONÉTAIRES DE LA BANQUE CENTRALE

Les mécanismes de transmission de la politique monétaire se manifestent aussi bien au niveau du système financier lui-même qu'au niveau du comportement des institutions non financières qu'à celui du taux de change.

Sur le premier, il est clair que toute variation du taux monétaire relative à des variations de l'offre ou de la demande de monnaie centrale aura, toutes choses égales par ailleurs, des conséquences sur les taux offerts par les banques primaires. L'effet transitif s'avère d'autant plus important lorsque ces banques sont exposées pleinement à l'ondoyance croissante des coûts de l'argent sur le marché court. Dans la plupart des cas, il existe une étroite corrélation entre le coût des ressources bancaires à court terme et celui du marché monétaire et du marché interbancaire. Selon l'importance des disponibilités bancaires (placements divers, dépôts bancaires gérés par d'autres établissements de crédit, réserves obligatoires rémunérées à la banque centrale...) les grandes banques des dépôts à fortes aisances financières sont très peu affectées par les variations du taux monétaire¹.

Dans une optique purement temporelle, les taux courts et longs s'agencent selon une certaine structure, appelée par ailleurs courbe des taux, variant (modification de la pente de la courbe) selon des conjonctures différentes.

La littérature monétaire privilégie trois approches théoriques reflétant les liens existants entre les taux courts et longs.

- La première approche privilégie la prime de risque résultant de l'écart entre les deux taux. Celui-ci ne représente en fait que la rémunération des placements plus longs.

¹ J.P. Polin, l'intégration des systèmes financiers dans la théorie de l'équilibre, La Source, 1993, p.97

- La seconde approche, accordant la priorité aux anticipations (adaptatives, rationnelles ou extrapolatives et régressives)² se baserait sur la valeur du taux monétaire pour anticiper celle des taux plus longs. Dans cette perspective, l'écart entre les deux taux serait prédictible de l'évolution des taux à court terme même si d'autres paramètres peuvent actuellement intervenir. La confiance en la politique monétaire résulterais de l'importance de cet écart. Dans le cas où la politique monétaire manque de crédibilité de la part des agents économiques résidents et non-résidents, c'est-à-dire lorsque ces agents ne croiraient pas aux possibilités de la Banque Centrale d'enrayer l'inflation et le chômage et de modifier par voie de conséquence la courbe de Philips, il s'ensuit un engouement pour une cessation de titres obligataires provoquant par la même une hausse des taux d'inflation et d'intérêt à court et à long terme.

- La troisième approche, appelée plus communément « l'habitat préféré » des agents économiques, s'appuie sur une préférence de ceux-ci à regrouper leur investissement financier sur un segment temporel du marché.

Par ailleurs, au niveau boursier, les variations du taux monétaire se répercutent surtout sur les cours des titres hybrides et des obligations en particulier³.

sur les secondes, c'est à dire sur les institutions non financières, une politique monétaire efficace affecte aussi bien les revenus que les patrimoines des agents économiques.

En situation d'encadrement de crédit, la quasi-totalité des agents économiques et plus particulièrement les institutions non financières subissent de grandes contraintes de liquidités en ce sens que le financement et le refinancement sont plus rationnés et plus sélectifs, ce qui les rend plus onéreux.

A contrario, lors de la levée de l'encadrement de crédit, le crédit, n'étant plus rationné, se pose le problème de la solvabilité car le niveau élevé des taux d'intérêt induit des pressions plus ou moins fortes sur les comptes des agents non financiers préférant par la même constituer des stocks de spéculation et/ou accroître leurs investissements.

Lors d'une conjoncture économique plus détendue, les entreprises préfèrent investir même si elles doivent supporter des taux d'intérêt réels positifs.

-Au niveau des revenus des ménages, des taux d'intérêt élevés rendent le crédit plus onéreux ; l'aspect négatif est d'autant plus amplifié lorsque ces ménages supportent le poids d'un endettement préexistant.

Comme les coûts du crédit sont reliés au taux monétaire (qui constitue le taux de base bancaire), toute variation de celui-ci produit d'importantes retombées sur les revenus de ces ménages. Aussi, les placements à taux de marché peuvent avoir l'effet inverse de l'effet escompté de la politique monétaire. En effet, lorsque le taux monétaire croît, les agents ayant contracté antérieurement un crédit subissent inévitablement une ponction sur leur revenu ; par contre, ceux qui sont en situation de créancier, c'est-à-dire ceux qui possèdent des placements bénéficiant de ces bonus à titre d'intérêt reçus, ce qui affaiblirait l'impact d'une politique monétaire restrictive et contraignante.

² D. Lacoue-Labarthe, *Analyse monétaire*, ed. Dunod, 1980, p.130 et plus

³ D. Lacoue-Labarthe, *Analyse monétaire*, ed. Dunod, 1980, p.187.

-Au niveau des patrimoines, les impulsions de la politique monétaire produisent des effets multiples :

- a. Ces impulsions par les taux exprimés par la Banque Centrale à travers sa politique monétaire peuvent engendrer des arbitrages entre les placements monétaires et non monétaires ou entre actifs financiers et actifs réels. Selon le niveau des taux d'intérêt, la valeur des patrimoines tend à varier plus ou moins rapidement. En effet, si les taux sont haussiers, le cours des titres obligataires en bourse tend à régresser. Cette transformation des titres financiers en placements monétaires est d'autant plus importante est rapide lorsque les taux bancaires servis sont élevés. Si les investisseurs financiers n'optent pas pour cet arbitrage substitutif, ils enregistrent des pertes de valeur de leurs titres financiers donc des pertes de patrimoine⁴.
- b. A contrario, une diminution des taux bancaires servis pousserait les agents à faire glisser leurs placements bancaires en titres financiers, ce qui modifierait leur patrimoine et renforcerait le cours des valeurs mobilières en suscitant des plus-values parfois substantielles ; plus values imputables à l'accroissement de la demande des titres financiers.
- c. Un troisième effet découlerait du second c'est-à-dire qu'un changement de comportement des entreprises résulterait d'une variation du cours des valeurs mobilières. En effet, une diminution des taux d'intérêt pousse les agents à anticiper une amélioration de l'activité économique qui se traduirait nécessairement par une hausse des cours des valeurs mobilières. Inversement une augmentation des taux d'intérêt pousserait à des anticipations baissières de l'activité économique et par voie de conséquence la baisse du cours de ces titres financiers. C'est dans cette perspective que Tobin⁵ compare la valeur boursière de l'entreprise au coût de renouvellement du capital exprimé par le taux d'intérêt. Par ailleurs, les impulsions engendrées par la politique monétaire ont un impact sur le niveau du taux de change et sur celui des réserves de change⁶ ; dès lors sommes-nous tentés d'affirmer que la concrétisation des impulsions monétaires de la banque centrale est sujette à la crédibilité de la politique monétaire.

En effet, une politique monétaire crédible pousserait les agents économiques à accorder leur confiance aux possibilités des autorités monétaires.

Ces agents adopteraient d'eux-mêmes des comportements plus rationnels donc non inflationnistes en réduisant leur endettement, en reconstituant au contraire leur épargne et en reportant leurs dépenses superflues. En économie du marché, la crédibilité en la politique monétaire joue un rôle majeur dans les comportements ultérieurs des agents économiques. A l'heure actuelle, les impulsions de la politique monétaire ont toutes les

⁴ D. Lacoue-Labarthe, *Analyse monétaire*, ed. Dunod, 1980, p.136

⁵ Tobin J *Money and Income*, p 292

⁶ Taouli M., « Cohérence du système productif et financier : cas de l'Algérie 1962-2004 », Chapitre 12, Juin 2005

chances d'aboutir pleinement et rapidement lorsque le message est clair, non ambigu et surtout crédible.

Les anticipations émises par les agents économiques sont en quelque sorte décisives mais dépendent très largement de la crédibilité des capacités régulatrices des autorités monétaires. Aussi, si la crédibilité en la politique monétaire est acquise, les anticipations émises sont elles-mêmes susceptibles d'engendrer des processus autorégulateurs.

Notons toutefois qu'en situation d'intégration financière ou internationale, l'impact de la politique monétaire se trouve restreint en raison de son noyautage au sein de la communauté intégrante.

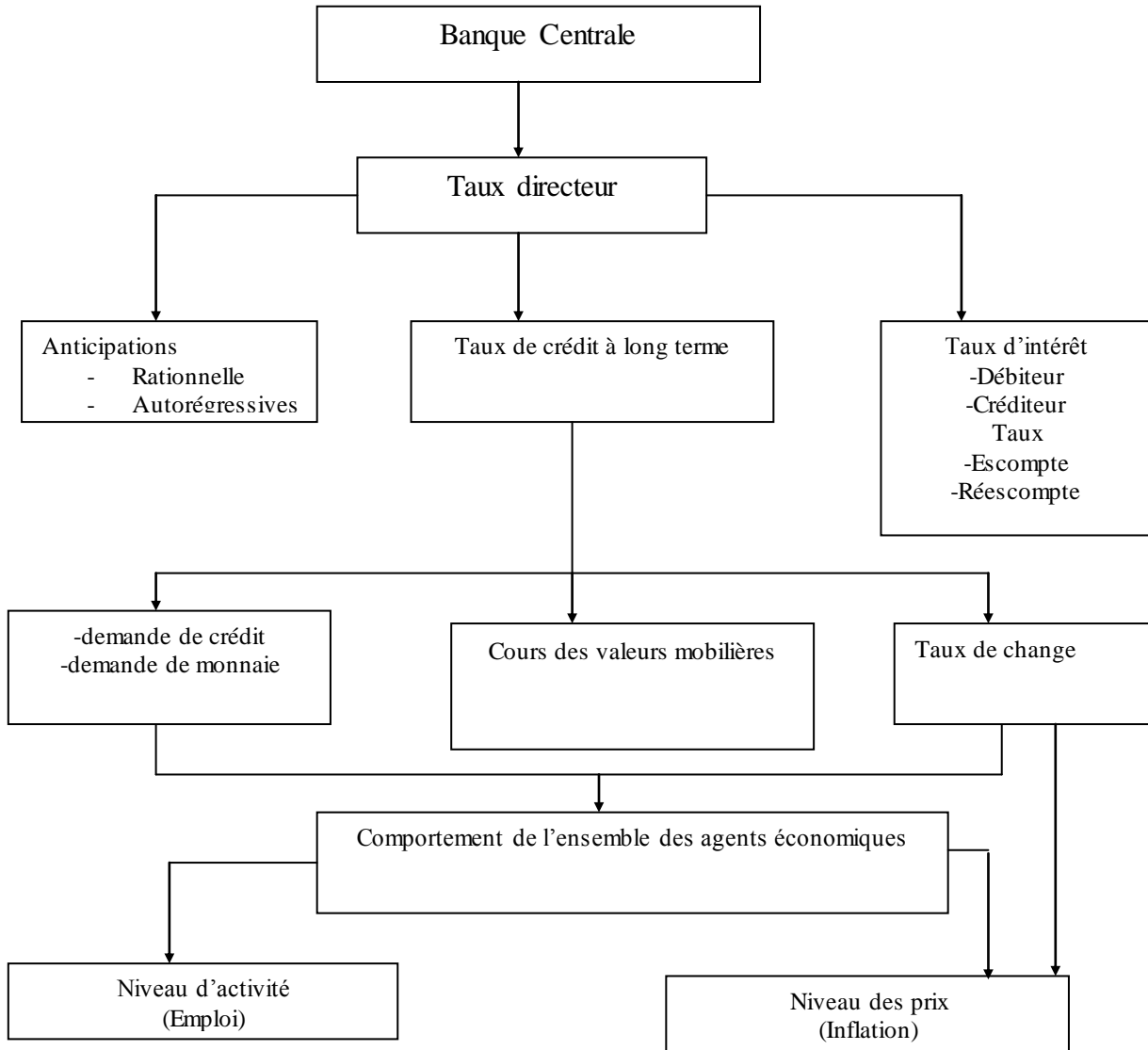
Par ailleurs, une baisse ou un manque de crédibilité peut influencer le comportement des gros investisseurs financiers.

Un doute portant sur la détermination de la Banque Centrale à enrayer l'inflation ou si la stratégie poursuivie incarne des points d'ombre, ces gros investisseurs financiers peuvent restreindre leurs placements sur les places boursières et/ou bancaires de ces pays provoquant des chutes de cours et des baisses de taux bancaires à long terme. Ces écarts grandissants entre les taux courts et les taux longs peuvent avoir des incidences néfastes aussi bien sur la cohérence au sein du système bancaire et financier que sur celle du système financier⁷.

Enfin, sur un plan très général, la crédibilité en la politique monétaire dépend de son degré d'indépendance vis-à-vis des autorités économiques et politiques. Si l'indépendance est effective, le processus des impulsions monétaires de la politique monétaire via le taux d'intérêt ne peut que produire des effets revenus, des effets substitution et des effets de richesse.

Schématiquement, les impulsions de la politique monétaire se transmettent sur l'activité économique de la manière suivante :

⁷ O. Picon, La bourse, Ed. Delmas, 2000, P.76



Les entraves aux transmissions des impulsions monétaires en Algérie ne sont pas des moindres : elles s'expriment d'une part par la persistance de l'utilisation des instruments direct, d'autre part par les sténoses des canaux de transmission de la politique monétaire.

A première vue, il semblerait que des mécanismes plus conformes à l'économie d'endettement tels que la régulation, seraient plus adaptés et plus efficaces. Néanmoins, ces nouveaux mécanismes se sont vite heurtés à

l'immobilisme et à l'hypertrophie du système bancaire ainsi qu'à ses vieux réflexes monopolistes difficilement corrigibles du moins dans le court terme. La question qui demeure posée serait celle de savoir si la politique monétaire peut elle être efficace dans un pays où les résistances de tout genre font légion.

Au niveau de l'utilisation des instruments, Dans les pays où le système financier est rudimentaire voire non concurrentiel, le contrôle direct (réglementaire) peut constituer le seul instrument de la politique monétaire en attendant l'élaboration et le perfectionnement d'un cadre institutionnel nécessaire à l'utilisation des instruments indirects.

Cependant les avantages du contrôle direct doivent être comparés à ses inconvénients relatifs aux surcoûts liés à l'allocation inefficace des ressources et aux inefficacités dues à la fraude et l'iniquité découlant de l'utilisation des instruments directs⁸.

Comme les plafonds de crédits se basent sur des crédits octroyés l'année antérieure pour chaque banque primaire, la contrainte de la politique de l'encadrement du crédit tend à rigidifier la distribution du crédit donc à porter un coup au dynamisme bancaire et à la concurrence interbancaire.

Par ailleurs, comme inconvénients de ces contrôles directs nous retenons également des risques d'excès de liquidités, de répression financière et de désintermédiation financière qui orienterait l'épargne vers l'économie informelle ou non réglementée.

En outre, le contrôle direct devient très vite inefficace dans la mesure où les agents économiques apprennent à le contourner.

L'intervention de la Banque d'Algérie par le biais des instruments indirects (Open Market, réserves obligatoires et mécanismes de prêts de la Banque Centrale) suscite une intermédiation plus active et une souplesse dans l'application de la politique monétaire.

Les instruments indirects permettent en effet à l'autorité monétaire de modifier, lorsque la nécessité se fait sentir, les caractéristiques des instruments à faible feedback sans contrainte et lourdeur administrative inhérente à l'utilisation des instruments directs⁹.

Comme le marché obligataire algérien demeure insignifiant (titre SONATRACH isolé en bourse), pour ne pas dire nul, les modifications enregistrées par la courbe des taux c'est-à-dire par l'écart entre les taux longs et courts restent subsidiaires. Il en résulte une politique monétaire peu crédible et non- incitatrice à l'attraction des investissements étrangers. Il en découle également une certaine méfiance quant à la demande de crédit dépendant en grande partie du degré de bancarisation et de l'importance de l'économie informelle qui constitue une véritable saignée dans l'économie.

Par ailleurs, les effets de la politique monétaire sur le volume de la masse monétaire ne sont pas significatifs en ce sens que M1 restant prépondérant, il n'existe aucun arbitrage de portefeuille voire de demande de monnaie.

⁸ J.H. David, Le comportement du système bancaire et l'évolution de la masse monétaire, Banque de France N° 1 1996.

⁹ M.E. Benissad, Monnaie et régulation, Ed. Dahlab, 1997, P.26

Avec la libéralisation des taux, la politique monétaire commence à avoir de l'influence en ce sens que les demandes de crédit tendent à réagir plus ou moins facilement aux variations des taux d'intérêt¹⁰.

Evidemment, l'effet de richesse n'est pas perceptible en Algérie de par l'étroitesse du marché boursier.

Au demeurant, le taux de change reste le seul canal important dans la transmission de la politique monétaire ; une variation significative peut avoir des effets positifs quant à l'attrait de l'investissement productif et financier.

Bibliographie

- D. Lacoue-Labarthe, Analyse monétaire, ed. Dunod, 1980
- J.H. David, Le comportement du système bancaire et l'évolution de la masse monétaire, Banque de France N°1 1996.
- J.P. Polin , l'intégration des systèmes financiers dans la théorie de l'équilibre, La Source, 1993
- M.E. Benissad, Monnaie et régulation, Ed. Dahlab, 1997Tobin J Money and Income
- O. Picon, La bourse, Ed. Delmas, 2000
- Taouli M., « Cohérence du système productif et financier : cas de l'Algérie 1962-2004 », Chapitre 12, Juin 2005

¹⁰ J.H. David, Le comportement du système bancaire et l'évolution de la masse monétaire, Banque de France N°1 1996.