



CHAPITRE VIII :
SITUATION MONETAIRE
ET POLITIQUE MONETAIRE

CHAPITRE VIII : SITUATION MONETAIRE ET POLITIQUE MONETAIRE

Après le retour à la stabilité macro financière en 2000, suite au "choc" externe de 1998/1999, l'évolution macro-économique des années 2001 à 2003 s'est caractérisée par le renforcement de la stabilité macro-financière. La bonne tenue des fondamentaux en témoigne :

- la solidité de la position financière extérieure, notamment, la viabilité accrue de la balance des paiements et la soutenabilité des indicateurs de la dette extérieure en contexte de stabilité du taux de change effectif réel ;
- l'amélioration de la situation des finances publiques, à en juger par l'accumulation d'épargnes financières par le Trésor, qui a permis d'engager dès 2001 un programme de relance économique à moyen terme (2001-2004) avec une impulsion budgétaire importante à la croissance ;
- la nette amélioration de la liquidité bancaire appuyée par l'amélioration significative et soutenue de la trésorerie publique, en contexte de maîtrise de l'inflation.

Les performances financières soutenues des années 2000-2003 ont permis d'asseoir la stabilité financière qui a pleinement contribué à la reprise de la croissance.

Le contexte macro-financier continue à être influencé par la forte dépendance de l'économie nationale à l'égard des recettes hydrocarbures. En effet, la bonne conjoncture des prix du pétrole en 2004 a permis à la balance des paiements extérieurs d'enregistrer un important excédent pour les opérations courantes (11,1 milliards de dollars et 13,1 % du produit intérieur brut). En pourcentage du produit intérieur brut, la performance réalisée en 2004 est équivalente à celle de 2003 et supérieure à celle enregistrée en 2001 et 2002. Aussi, cette amélioration soutenue de la position financière extérieure est bien reflétée, à fin 2004, par la solidité de la position des avoirs extérieurs de l'Algérie puisque le niveau des réserves officielles des changes est monté à 43,1

milliards de dollars à fin décembre 2004 contre 32,9 milliards de dollars à fin décembre 2003.

Indicateur synthétique de la position financière extérieure, l'agrégat avoirs extérieurs émerge bien comme élément déterminant des tendances monétaires au cours de l'année 2004, pendant que la position créditrice nette du Trésor auprès de la Banque d'Algérie a doublé. Cela est reflété par l'évolution de la situation monétaire au cours de l'année 2004 ainsi que la situation de la liquidité bancaire et celle de la trésorerie publique. Ce qui influe, de facto, profondément sur la conduite de la politique monétaire.

VIII.1 - EVOLUTIONS MONETAIRES

La solidité marquée de la position des réserves officielles de change et la nette amélioration de la trésorerie publique ont constitué le principal déterminant de l'évolution de la situation monétaire au cours de l'année 2004, pendant que la liquidité bancaire est restée appréciable.

L'évolution de la situation monétaire au cours de l'année 2004 montre la poursuite de la tendance bien haussière de l'agrégat avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie et ce, d'une manière plus prononcée au second semestre. Cet agrégat est passé de 2325,9 milliards de dinars à fin décembre 2003 à 2450 milliards de dinars à fin juin 2004, pour monter à 3109 milliards de dinars à fin décembre 2004. Cet agrégat était déjà passé de 1313,6 milliards de dinars à fin décembre 2001 à 1742,7 milliards de dinars à fin décembre 2002. Les avoirs extérieurs nets des banques, quant à eux, restent faibles et ont même diminué au cours de l'année 2004, passant de 16,7 milliards de dinars à fin décembre 2003 à 10,1 milliards de dinars à fin décembre 2004.

En effet, l'agrégat avoirs extérieurs nets dans la situation monétaire, c'est-à-dire les avoirs extérieurs nets consolidés de la Banque d'Algérie et des banques, est aussi monté à 3119,2 milliards de dinars à fin décembre 2004 contre 2342,6 milliards de dinars à fin décembre 2003 et 1755,7 milliards de dinars à fin décembre 2002. A fin 2000, année de début de la reconstitution

SITUATION MONÉTAIRE

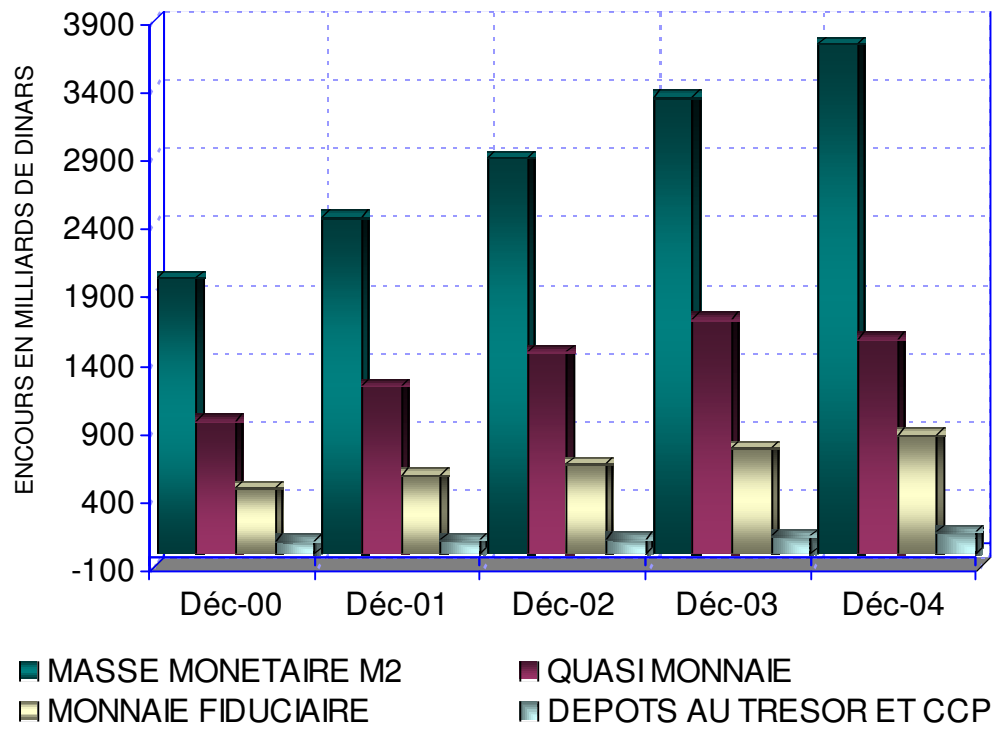
(y compris caisse d'épargne)

	2 000	2 001	2 002	2 003	*2004
(En milliards de dinars ; fin de période)					
Avoirs extérieurs nets	775,9	1 310,8	1 755,7	2 342,6	3 119,2
Banque centrale	774,3	1 313,6	1 742,7	2 325,9	3 109,1
Banques commerciales	1,6	-2,8	13,0	16,7	10,1
Avoirs intérieurs nets	1 246,7	1 162,7	1 145,8	1 011,8	618,9
Crédits intérieurs	1 671,3	1 648,1	1 845,4	1 803,6	1 514,4
Crédits à l'État (nets)	677,6	569,7	578,6	423,4	-20,6
Banque centrale	-156,4	-276,3	-304,8	-464,1	-915,8
Banques commerciales	737,7	739,6	774,0	757,4	736,9
Dépôts aux CCP et au Trésor	96,2	106,4	109,4	130,1	158,3
Crédits à l'économie	993,7	1 078,4	1 266,8	1 380,2	1 535,0
Fonds de prêts de l'État	-22,3	-12,7	-36,2	-59,7	-49,0
Engagements extér. à moyen et long terme	-27,6	-24,5	-36,6	-41,9	-49,6
Autres postes (nets)	-374,7	-448,2	-626,8	-690,2	-796,9
Monnaie et quasi-monnaie (M2)	2 022,5	2 473,5	2 901,5	3 354,4	3 738,0
Monnaie	1 048,2	1 238,5	1 416,3	1 630,4	2 160,5
Circulation fiduciaire (hors banques)	484,5	577,2	664,7	781,4	874,3
Dépôts à vue dans les banques	467,5	554,9	642,2	718,9	1 127,9
Dépôts au Trésor et CCP	96,2	106,4	109,4	130,1	158,3
Quasi-monnaie	974,3	1 235,0	1 485,2	1 724,0	1 577,5
(Variation annuelle en pourcentage)					
Monnaie et quasi-monnaie (M2)	13,0	22,3	17,3	15,6	11,4
Monnaie	15,8	18,2	14,4	15,1	32,5
Quasi-monnaie	10,2	26,8	20,3	16,1	-8,5
Avoirs intérieurs nets	-23,0	-6,7	-1,5	-11,7	-38,8
Crédits intérieurs	-16,4	-1,4	12,0	-2,3	-16,0
Crédits à l'État (nets)	-20,1	-15,9	1,6	-26,8	-104,9
Crédits à l'économie	-13,6	8,5	17,5	9,0	11,2
Pour mémoire :	(En pourcentage)				
Ratio de liquidité (M2/PIB)	49,0	58,1	63,9	63,7	61,2
Monnaie/PIB	25,4	29,1	31,2	31,0	35,3
Circulation fiduciaire (hors banques)/PIB	11,7	13,5	14,6	14,8	14,3
Crédits à l'économie/PIB	24,1	25,3	27,9	26,2	25,1
Monnaie/M2	51,8	50,1	48,8	48,6	57,8
Circulation fiduciaire (hors banques)/M2	24,0	23,3	22,9	23,3	23,4
Multiplicateur monétaire	3,7	3,2	3,4	2,9	3,2
Situation provisoire					

INDICATEURS MONETAIRES

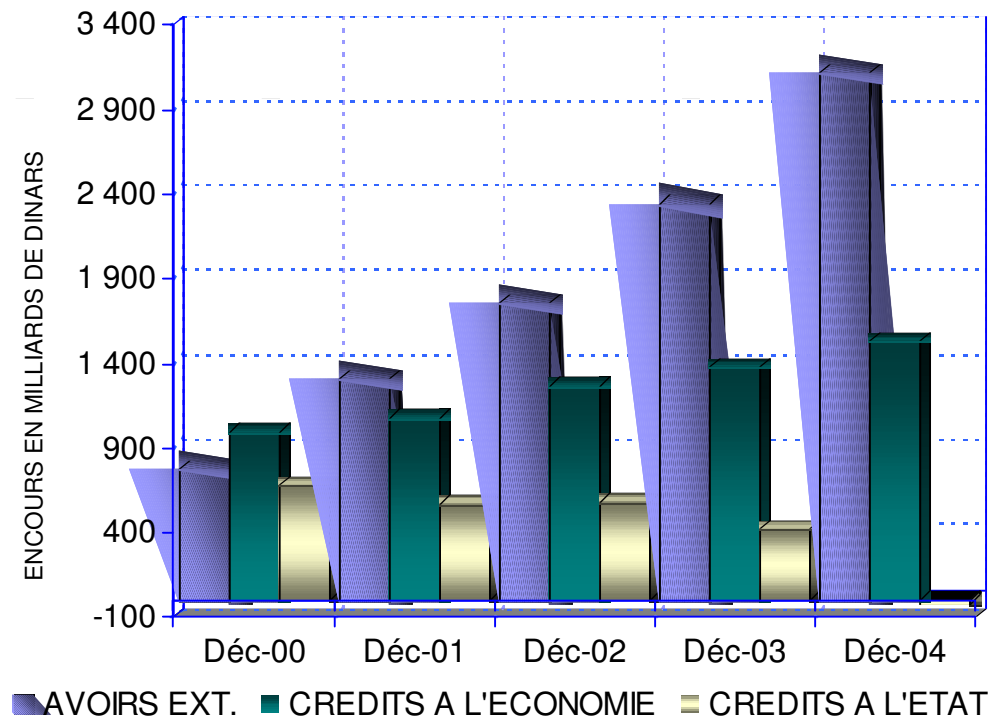
GRAPHIQUE 19

MASSE MONETAIRE



GRAPHIQUE 20

CONTREPARTIES DE LA MASSE MONETAIRE



des réserves, les avoirs extérieurs nets étaient de 775,9 milliards de dinars, alors que leurs niveaux n'étaient que de seulement 169,6 milliards de dinars à fin 1999.

Ainsi, l'analyse de la situation monétaire montre l'importance accrue de l'agrégat avoirs extérieurs nets dans les évolutions monétaires en 2004.

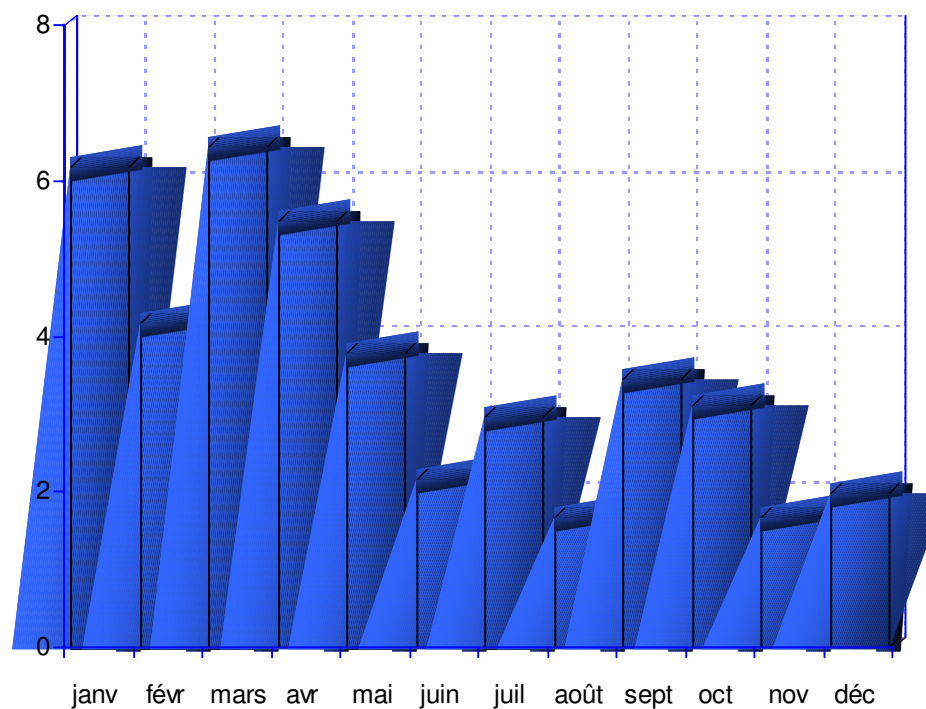
Il importe de souligner que cet agrégat avait dépassé, à partir de 2001, la masse monétaire au sens de M1, c'est-à-dire la monnaie fiduciaire en circulation ainsi que les dépôts à vue auprès des banques, du Trésor et des CCP.

De plus, les avoirs extérieurs nets représentent 83,5 % de la masse monétaire M2 à fin décembre 2004 contre 68,5 % à fin juin 2004, soit une tendance haussière au second semestre de l'année 2004. Le ratio avoirs extérieurs nets / M2 qui n'était que de 9,5 % à fin 1999, est passé de 60,1 % à fin décembre 2002 à 69,8 % à fin décembre 2003.

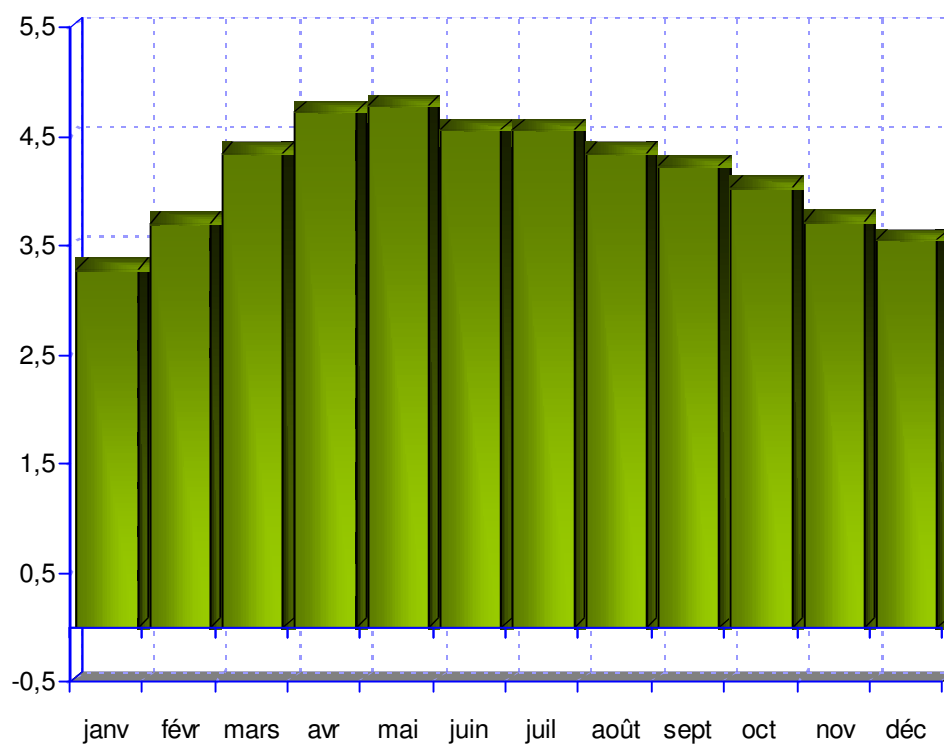
Il s'agit là d'un phénomène monétaire récent et caractéristique de la stabilité monétaire en Algérie, d'autant plus que l'agrégat avoirs extérieurs nets joue un rôle central dans l'expansion des liquidités monétaires. En effet, l'agrégat avoirs extérieurs nets émerge depuis 2001 comme la quasi unique source de création monétaire par le système bancaire, à mesure que s'amenuisent ses avoirs intérieurs nets. Ce qui confirme bien que les réserves officielles de change sont devenues la principale contrepartie et donc la garantie des signes (liquidités) monétaires (M2) dans l'économie nationale.

En particulier, l'accumulation des avoirs extérieurs nets augmente le rôle des facteurs "autonomes" dans la croissance des liquidités bancaires et celles (trésorerie publique) du Trésor. C'est ainsi qu'à fin 2004, les avoirs extérieurs nets ont représenté 142,3 % de la base monétaire et des dépôts du trésor auprès de la Banque d'Algérie contre 134,3 % à fin 2003. Cette tendance récente place l'Algérie dans la typologie des pays émergents d'Asie de l'Est, d'Europe Centrale et d'Amérique Latine, qui ont connu une large et rapide accumulation des réserves de

INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION 2004
GRAPHIQUE 21
GLISSEMENT ANNUEL (EN %)



GRAPHIQUE 22
VARIATION ANNUELLE (EN %)



change, source d'expansion potentielle de l'agrégat crédit intérieur.

Au total, l'évolution de la situation monétaire au cours de l'année 2004 fait bien émerger l'agrégat avoirs extérieurs nets comme la quasi unique source de création monétaire par le système bancaire, car les avoirs intérieurs nets s'amenuisent (618,9 milliards de dinars à fin 2004 contre 1012 milliards de dinars à fin 2003 et 1145 milliards de dinars à fin 2002) et représentent seulement le cinquième des avoirs extérieurs nets à fin 2004.

En tant que contrepartie de la masse monétaire M2, le crédit intérieur (crédit à l'Etat et crédit à l'économie) a enregistré une diminution de 16,1 % en 2004 et de 2,5 % au cours de l'année 2003 exprimant l'importance de la position créditrice nette du Trésor auprès de la Banque d'Algérie face aux crédits à l'économie.

Corrélativement, et contrairement aux années antérieures, l'Etat a une position créditrice nette sur le système bancaire en 2004. Ainsi, les crédits (nets) du système bancaire à l'Etat sont évalués à moins 20,6 milliards de dinars à fin décembre 2004 contre 423,4 milliards de dinars à fin décembre 2003 et 578,7 milliards de dinars à fin décembre 2002. Il importe de souligner que l'évolution, durant le premier semestre et le second semestre de 2004, de la position créditrice nette du Trésor auprès de la Banque d'Algérie reflète parfaitement la contraction tendancielle des crédits nets du système bancaire à l'Etat dans la situation monétaire et qui a débouché sur une créance nette de l'Etat sur le système bancaire à fin 2004.

De ce fait, les crédits nets du système bancaire à l'Etat n'ont donc pas contribué à la création monétaire en 2004 car les dépôts du Trésor à la Banque d'Algérie ne font pas partie de l'agrégat M2.

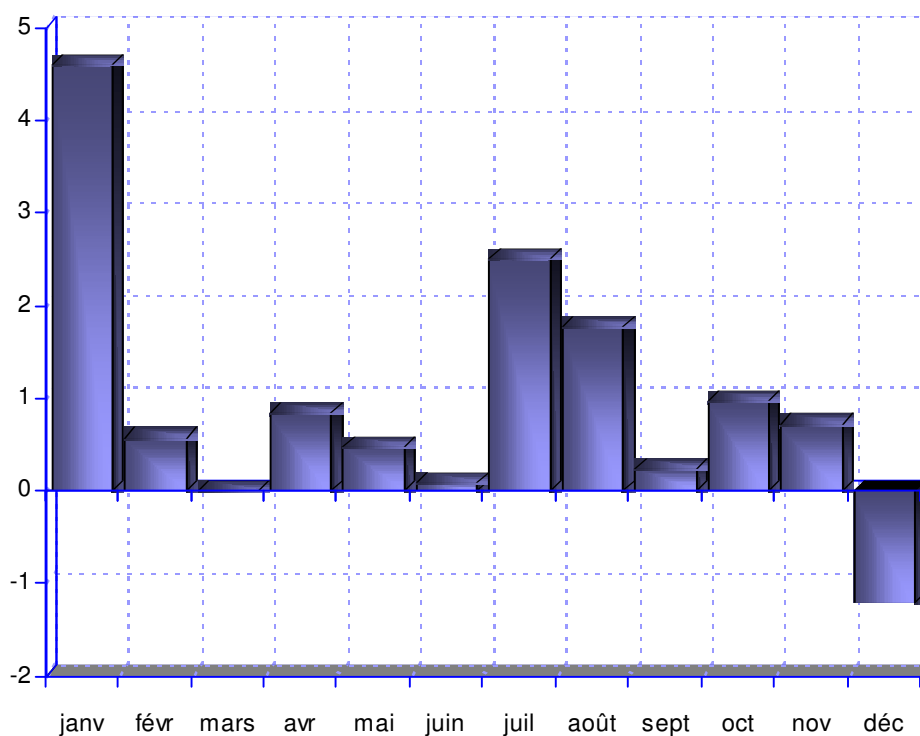
Les crédits à l'économie quant à eux, qui émergent comme unique composante de l'agrégat crédit intérieur, ont enregistré une croissance de 11,2 % en 2004 contre 8,9 % au cours de l'année 2003 confirmant ainsi la reprise des crédits à l'économie

INDICATEURS MONETAIRES 2004

GRAPHIQUE 23

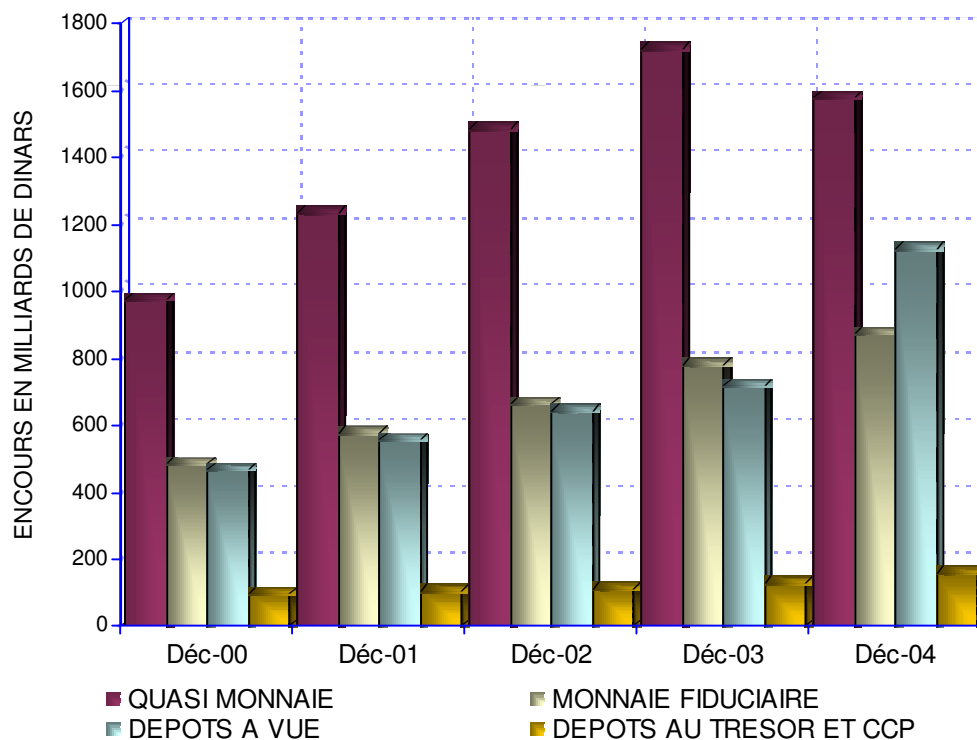
MONNAIE FIDUCIAIRE

variation Mensuelle (%)



GRAPHIQUE 24

MASSE MONETAIRE



depuis 2001. L'agrégat crédits à l'économie a atteint 1535 milliards de dinars à fin 2004 contre 1380,2 milliards de dinars à fin 2003, alors qu'il était de 1266,8 milliards de dinars à fin 2002 et seulement 993,7 milliards de dinars à la fin de l'année 2000. Parallèlement, le ratio crédits à l'économie/produit intérieur brut hors hydrocarbures a connu une stabilisation en 2004 par rapport à 2003 avec un niveau de 40,6 %, alors que l'offre de fonds prêtables à l'économie est devenue potentiellement bien accrue. Pour les crédits distribués au secteur privé, quant à eux, ils représentent 18 % du produit intérieur brut hors hydrocarbures en 2004.

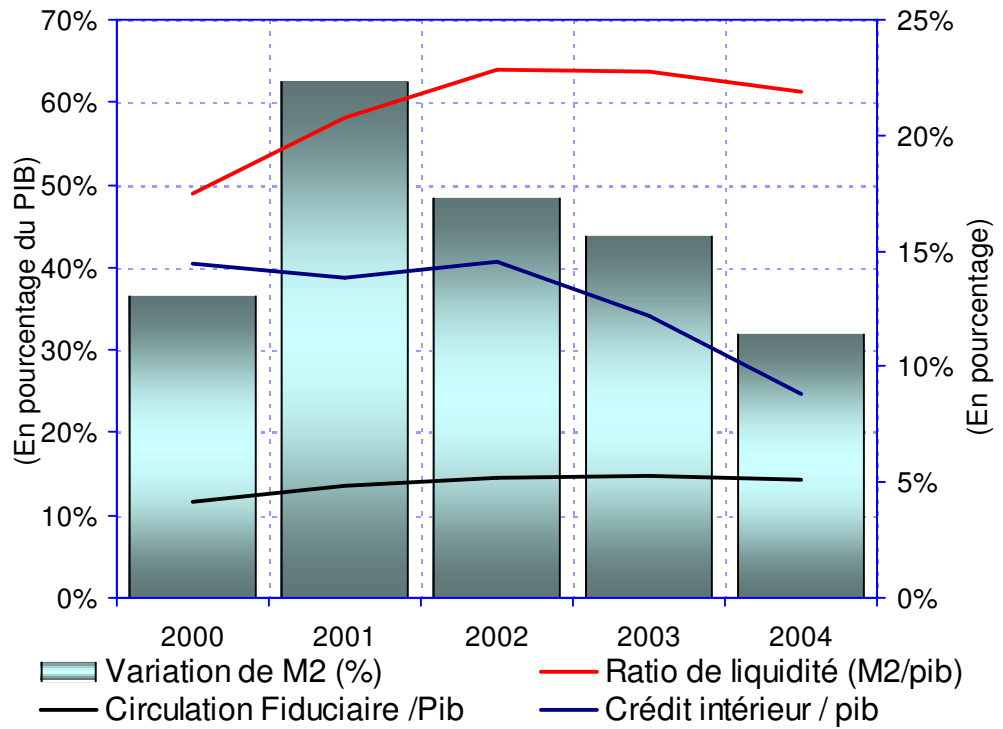
Malgré cette performance en matière de reprise des crédits à l'économie (11,2 %) en 2004, le niveau d'intermédiation bancaire en Algérie, en terme d'allocation des ressources, reste faible vu le développement très important de l'épargne intérieure depuis l'année 2000. De plus, malgré le contexte d'excès de l'épargne sur l'investissement qui caractérise le cadre macro économique, le ratio crédits à l'économie/produit intérieur brut reste faible comparativement aux autres pays sud méditerranéens.

En matière d'évolution monétaire, l'année 2004 se caractérise par une évolution convergente des agrégats crédits à l'économie et masse monétaire (M2), comme en témoigne la situation monétaire. En effet, l'agrégat monétaire (M2) a enregistré une croissance de 11,4 % en 2004 contre 15,6 % en 2003, sous l'effet de la forte augmentation des avoirs extérieurs nets. Cela confirme le recul du taux de croissance monétaire qui était de 17,3 % en 2002 et de 22,3 % en 2001 pour l'agrégat M2. Cette décélération monétaire se confirme malgré le contexte de trois années (2002 à 2004) pleines de mise en œuvre du programme de soutien à la relance économique et donc d'injection de signes monétaires accrues dans l'économie nationale à travers la sphère budgétaire.

La poursuite de la décélération du taux d'expansion monétaire en 2004 conjuguée à la stabilisation du taux de croissance du produit intérieur brut nominal (16 % en 2004 et 2003) s'est traduit par un recul du ratio de liquidité M2/PIB), soit 61,2 % en 2004 contre 63,7 % en 2003 et 63,9 % en 2002.

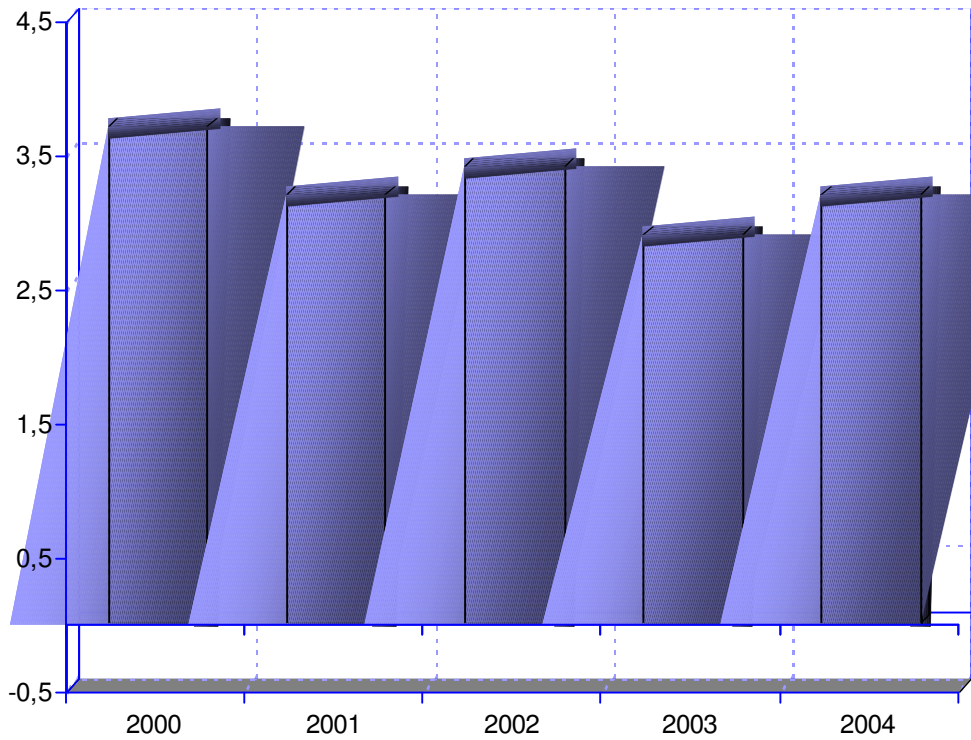
GRAPHIQUE 25

INDICATEURS MONETAIRES



GRAPHIQUE 26

MULTIPLICATEUR MONETAIRE



En effet, l'augmentation appréciable du ratio de liquidité en 2002, par rapport à 2001 (58,1 %) et 2000 (49 %), est corrélative à l'impulsion budgétaire à la croissance au moyen du plan de relance (2001-2004).

Un autre indicateur significatif de la situation de liquidité dans l'économie nationale est représenté par l'évolution du ratio de liquidité (M2/produit intérieur brut hors hydrocarbures) qui s'est continuellement accru de l'année 2000 (80,7 %) à l'année 2003 (98,9 %), pour se stabiliser en 2004 à un niveau de 98,5 %, exprimant ainsi l'ampleur de l'expansion des liquidités monétaires et quasi monétaires par rapport à l'activité économique hors hydrocarbures.

L'analyse monétaire s'étend également à l'examen des principales composantes de l'agrégat monétaire M2 qui a atteint 3738 milliards de dinars à fin 2004, alors qu'il était passé de 2901,5 milliards de dinars à fin 2002 à 3354,4 milliards de dinars à fin 2003.

La principale composante de la masse monétaire (M2) est représentée par l'agrégat monétaire M1 (2160,6 milliards de dinars à fin 2004 contre 1630,4 milliards de dinars à fin 2003), qui a bien enregistré en 2004 une tendance haussière par rapport à M2. En effet, le ratio M1/M2 a atteint 57,8 % en 2004 contre 48,6 % en 2003, alors qu'il était de 50 % en 2001. En outre, le taux de croissance de M1 a été particulièrement élevé en 2004 avec un rythme de 32,5 %, après une stabilisation en la matière en 2003 par rapport à 2002 (15,1 % contre 14,4 %) et même si le taux de croissance enregistré en 2001 était de 18,2 %. Ces deux évolutions en 2004 s'expliquent principalement par la structure des dépôts de Sonatrach à la Banque Extérieure d'Algérie qui a enregistré en 2004 une transformation au détriment des dépôts à terme.

D'où la nécessité d'analyser le comportement des composantes de l'agrégat monétaire (M1), c'est-à-dire la monnaie fiduciaire (pièces et billets en circulation) et les dépôts à vue.

Le taux d'expansion annuel de l'agrégat monnaie fiduciaire a reculé à 11,9 %, dont 5 % au titre du second semestre, en 2004 contre une croissance de 17,5 % pour l'année 2003. Cet agrégat a donc atteint 874,3 milliards de dinars à fin décembre 2004 contre 781,3 milliards de dinars à fin décembre 2003 et 577,2 milliards de dinars à fin décembre 2001. Cela témoigne bien d'un recul du taux de croissance de la monnaie fiduciaire en rythme semestriel en 2004 et en rythme annuel par rapport à l'année 2003. Il est utile de rappeler qu'un "pic" en matière de taux de croissance de la monnaie fiduciaire a été enregistré en 2001 avec un rythme de 19,1 %.

Le recul de l'expansion de la monnaie fiduciaire constitue une tendance monétaire favorable, surtout en contexte de forts décaissements de la sphère budgétaire (2002-2004) ainsi que "l'effet conjoncturel" induit par la faillite frauduleuse de deux banques privées en 2003.

Par ailleurs, le ratio monnaie fiduciaire / M2 est resté stable autour de 23 % au premier et second semestre 2004 tout comme en 2003, après avoir enregistré une tendance baissière les deux années précédentes. Cette stabilisation récente du ratio monnaie fiduciaire/M2 conjuguée à la décélération de la croissance monétaire consolident bien la stabilité monétaire, tout en offrant aux banques une opportunité additionnelle pour une intermédiation bancaire efficace. Les banques doivent donc renforcer leur rôle dans la mobilisation de l'épargne financière et dans l'allocation efficace des ressources, car les acquis en matière de stabilité financière doivent être au profit d'une croissance économique soutenue.

L'augmentation des moyens d'action des banques qui est restée appréciable au premier semestre 2004 (7,9 %), mais à un taux de croissance inférieur au rythme semestriel de l'année 2003, a enregistré au second semestre de 2004 un rythme beaucoup moindre (2,1 %). Pour toute l'année 2004, l'augmentation des dépôts en dinars des banques a atteint 9,4 % contre 16 % en 2003. Les dépôts à vue, quant à eux, se sont accrus de seulement 2,2 % au premier semestre 2004 pour ensuite connaître une envolée (55 %) au second semestre de cette même année,

contrairement à leur comportement au cours de l'année 2003 où ils avaient augmenté de 17,8 % au premier semestre pour ensuite diminuer au second semestre puisque le taux de croissance annuel n'a été que de 12,1 %.

Corrélativement, les dépôts à terme en dinars ont augmenté (10,6 %) au premier semestre 2004 et ont bien reculé de 20,5 % au second semestre. D'où un phénomène de balancier dans l'évolution de la structure des moyens d'actions des banques au cours des années 2003 et 2004. Cela est dû à la nature des placements de Sonatrach et le placement au Trésor des dépôts des établissements publics.

La monnaie scripturale des banques, CCP et Trésor, c'est-à-dire leurs dépôts à vue et à terme en dinars, s'est accrue de 10,1 % en 2004 et a contribué de façon significative à la progression de M2 qui inclut par définition les dépôts en devises auprès des banques. En effet, l'agrégat monnaie scripturale qui a atteint 2644,8 milliards de dinars à fin 2004 contre 2402,3 milliards de dinars à fin 2003, avait enregistré des taux de croissance plus élevés en 2002 (18 %) et en 2001 (23,3 %).

En tant que composante de la quasi-monnaie, les dépôts en devises ont plus augmenté au deuxième semestre de 2004 (21,1 %), totalisant un taux de croissance de 28,2 % pour l'année et atteignant 218,9 milliards de dinars à fin décembre 2004 contre 170,8 milliards de dinars à fin décembre 2003.

EVOLUTION DE LA TRESORERIE DES BANQUES					
<i>(en millions de dinars)</i>					
	Déc-03	Mars-04	Juin-04	Sept-04	Déc-04
Encaisses billets et pièces	6 322	8 077	7 492	9 271	8 151
Dépôts à la Banque d'Algérie	361 171	396 210	413 479	404 448	273 046
Dépôts au Trésor	6 620	26 361	27 130	21 227	15 058
Dépôts aux CCP	3 855	2 728	3 992	12 397	10 594
Dépôts chez les correspondants	9 721	16 844	17 182	31 388	15 552
TOTAL :	387 689	450 220	469 275	478 731	322 401

Cette augmentation appréciable des dépôts en devises n'a pu compenser la baisse (12,5 %) des dépôts à terme en dinars, puisque l'agrégat quasi monnaie a reculé de 8,5 % en 2004 contre une croissance de 16,1 % en 2003. Ainsi, la quasi monnaie est passée de 1724 milliards de dinars à fin décembre 2003 à 1577,5 milliards de dinars à fin décembre 2004.

Au total, la croissance monétaire de 2004 confirme bien la tendance baissière en matière de rythmes d'expansion monétaire depuis 2001. De plus, l'année 2004 se caractérise par une convergence des taux de croissance des crédits à l'économie et de la masse monétaire M2. Cette situation de conditions monétaires favorables est propice pour une amélioration soutenue des ratios d'intermédiation bancaire, d'autant plus qu'il est apparu ces trois dernières années une corrélation entre le développement du secteur bancaire et la reprise de la croissance. En particulier, la régulation de la liquidité bancaire émerge comme un important instrument de la stabilité monétaire.

VIII.2 - MARCHÉ MONÉTAIRE ET LIQUIDITÉ BANCAIRE

Le marché monétaire a connu au cours de l'année 2004, une poursuite de son développement, notamment à travers des interventions plus dynamiques de la Banque d'Algérie en matière d'absorption des excédents de liquidités à mesure que le refinancement des banques auprès de la Banque d'Algérie est tombé à zéro depuis 2001.

Aussi, le marché monétaire interbancaire est resté durant l'année 2004, tout comme en 2002 et 2003, comme unique canal de refinancement des banques; le contexte d'excès de liquidités sur le marché monétaire étant devenu structurel.

L'activité du marché monétaire interbancaire a connu une relative stabilité au cours de l'année 2004 comparativement à l'année 2003. En effet, les flux transigés sur ce marché ont atteint un montant global de 637,5 milliards de dinars, représentant une augmentation de seulement 25 milliards de dinars par rapport au volume des flux enregistrés en 2003.

En particulier, le compartiment "au jour le jour" occupe une part prépondérante en terme d'opérations du marché monétaire interbancaire. Par contre, la fréquence des interventions des banques sur ce segment "au jour le jour" a connu une baisse sensible par rapport à la fréquence enregistrée en 2003. Le nombre d'opérations au jour le jour est donc passé de 315 à 161 entre 2003 et 2004, pour des montants respectifs de 362,8 milliards de dinars et 338,8 milliards de dinars.

La prédominance de ce segment de marché s'explique, dans une large mesure, par l'obligation de la constitution de la réserve obligatoire par les banques qui nécessite une gestion dynamique de la trésorerie.

Par ailleurs, le taux moyen pondéré des opérations interbancaires a enregistré une baisse de 198 points de base, passant ainsi de 3,96053 % à fin 2003 à 1,97917 % à fin 2004. La sensible baisse des taux d'intérêt interbancaires est liée directement à l'accroissement du niveau de l'excès de liquidité observé tout au long de l'exercice 2004 sur le marché monétaire.

Contrairement à l'année 2003 qui s'est caractérisée par une envolée (110 % de croissance) des dépôts des banques auprès de la Banque d'Algérie (y compris au titre de la réserve obligatoire et hors les dépôts inhérents aux reprises de liquidité), ces dépôts des banques sont montés à seulement 673 milliards de dinars à fin décembre 2004 contre 611,2 milliards de dinars à fin décembre 2003.

L'excès de liquidité bancaire est resté significatif, car le niveau dépasse largement celui exigé pour la reconstitution des réserves obligatoires qui sont passées de 126,7 milliards de dinars à fin 2003 à 157,3 milliards de dinars à fin 2004.

Les avoirs en comptes courants des banques sont passés de 361,2 milliards de dinars à fin décembre 2003 à 273 milliards de dinars à fin décembre 2004, enregistrant au passage un "pic" de 469,4 milliards de dinars en août 2004. En ce qui concerne les réserves libres, leur encours est tombé à 115,8 milliards de dinars à fin décembre 2004 alors qu'il était de 234,5 milliards

de dinars à fin décembre 2003. Le niveau le plus élevé en la matière a été représenté par l'encours d'août 2004 (308,7 milliards de dinars).

La baisse sensible enregistrée en décembre 2004 des réserves libres s'explique par le versement par la Sonatrach de la dernière mensualité de la fiscalité pétrolière au titre de l'exercice 2004 et des dividendes liés à son activité de l'exercice 2003. Par contre, les trois premiers mois de l'année 2004 font apparaître un accroissement des réserves libres en contexte de faibles versements au Trésor au titre de la fiscalité pétrolière.

L'évolution tendancielle des facteurs autonomes de la liquidité bancaire fait émerger les avoirs extérieurs nets comme principale variable explicative de l'excès de liquidité sur le marché monétaire interbancaire constaté depuis 2002. L'ampleur de ce nouveau phénomène monétaire, dû à une variable exogène représentée par la conjoncture positive des prix des hydrocarbures sur le marché international, est contenu par la mise en œuvre par la Banque d'Algérie de deux instruments indirects de politique monétaire. Il s'agit des reprises de liquidité effectuées par la Banque d'Algérie selon une fréquence hebdomadaire et des réserves obligatoires des banques.

Corrélativement à l'augmentation du montant des reprises de liquidité qui est passé de 250 milliards de dinars à fin 2003 à 400 milliards de dinars à fin 2004, la Banque d'Algérie a élargi l'assiette de calcul de la réserve obligatoire. La mise en œuvre de cet instrument indirect de politique monétaire a pour effet de lisser les fluctuations quotidiennes de la liquidité bancaire. Le volume de la réserve obligatoire a connu une hausse en mai 2004 pour atteindre 6,5 % de l'ensemble des dépôts des banques. Sous l'effet de cette augmentation, le montant mensuel moyen de la réserve obligatoire s'est accru de 30 % entre décembre 2003 et décembre 2004.

De son côté, le Trésor stérilise des montants importants de liquidités représentés essentiellement par ses recettes au titre de la fiscalité pétrolière. Ainsi, le solde du compte courant du Trésor a atteint à fin décembre 2004 un montant de 1029,3 milliards de

dinars, soit près du double de celui enregistré à fin décembre 2003 (591,5 milliards de dinars).

L'encours des valeurs du Trésor adjudgées sur le marché primaire a atteint un montant de 120 milliards de dinars à fin décembre 2004, représentant une certaine dynamique par rapport aux trois années précédentes. A ce montant, s'ajoutent 554,5 milliards de dinars liés à l'opération de transformation des obligations de rachat de créances des entreprises publiques, réalisée par le Trésor en juillet 2004. Cette opération n'a pas eu d'impact sur la liquidité bancaire. Elle a, par contre, modifié les positions respectives des banques dans la liquidité globale.

Le caractère encore relativement étroit du marché des valeurs du Trésor continue à obérer la conduite des opérations d'open-market, alors que ce segment du marché monétaire doit jouer un rôle important dans la gestion de la liquidité globale.

Le recours aux instruments indirects de la politique monétaire a permis à la Banque d'Algérie de ralentir la baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire interbancaire depuis le mois d'avril 2002, date de l'introduction de la technique de reprise de liquidité. Il est à rappeler que ce taux d'intérêt a enregistré une forte baisse entre l'année 2000 et l'année 2002 passant de 10 % à 1,5 %.

Il est utile de rappeler que l'ensemble des décisions prises à l'initiative de la Banque d'Algérie, dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire, s'appuie sur l'utilisation de techniques de prévision du comportement des facteurs autonomes de la liquidité bancaire. Ces techniques sont basées sur des analyses de prévisions de flux et de bilan décadaire de la Banque d'Algérie.

Les anticipations sur l'évolution de ces agrégats de liquidités portent principalement sur les facteurs ci-après :

- les avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie,
- la variation du solde du compte courant du Trésor auprès de la Banque d'Algérie,

- la circulation fiduciaire,
- le poste divers.

Les facteurs autonomes sont à la source de l'amélioration ou de la détérioration de la liquidité bancaire. En 2004, la variation des avoirs extérieurs nets constitue le principal facteur des excès de liquidité. En effet, ce facteur prend une place prépondérante dans l'actif du bilan de la Banque d'Algérie et représente la principale source de la création monétaire. La prévision des avoirs extérieurs nets est bâtie sur l'évolution des recettes des exportations d'hydrocarbures ainsi que les interventions de la Banque d'Algérie sur le marché interbancaire des changes.

Le solde du compte courant du Trésor a enregistré une hausse constante sur l'ensemble de l'année 2004 atteignant le montant de 1029,3 milliards de dinars à fin décembre 2004. Le niveau du montant stérilisé a bien contribué à contenir l'expansion de la liquidité bancaire ; la fiscalité pétrolière étant la principale source des recettes du Trésor.

Il existe une forte corrélation entre la prévision des avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie et celle relative au montant de la fiscalité pétrolière.

Au cours de l'année 2004, les billets en circulation ont connu une augmentation comparable à celle de l'année 2003. Cette augmentation concourt, cependant, à la limitation de l'augmentation de la liquidité bancaire.

Au total, et même si la liquidité des banques a reculé en 2004 relativement à la liquidité totale (y compris celle du Trésor), l'excès de liquidité sur le marché monétaire interbancaire met en avant la nécessité de la poursuite d'un contrôle rigoureux de la liquidité des banques, afin de prévenir le risque d'inflation.

VIII.3 - CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

L'ordonnance n° 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit définit clairement le cadre légal de la politique monétaire, précise les prérogatives du Conseil de la Monnaie et du

Crédit en tant qu'autorité monétaire ainsi que les responsabilités de la Banque d'Algérie en matière de conduite de la politique monétaire.

C'est ainsi que le Conseil de la Monnaie et du Crédit (CMC) est investi, en vertu de l'article 62 de cette ordonnance, des pouvoirs en tant qu'autorité monétaire dans les domaines de la définition, des règles de la conduite, le suivi et l'évolution de la politique monétaire. Dans ce but, il fixe les objectifs monétaires, notamment en matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédit et arrête l'instrumentation monétaire et l'établissement des règles de prudence sur le marché monétaire. Il s'assure aussi de la diffusion de l'information sur la place afin d'éviter les risques de défaillance.

En outre, l'article 35 de cette ordonnance stipule que " la Banque d'Algérie 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'étranger et de réguler le marché des changes " .

En matière d'objectifs de la politique monétaire, d'instruments de sa conduite et de programmation monétaire, la Banque d'Algérie présente au Conseil de la monnaie et du crédit, au début de chaque année, les prévisions de l'évolution des agrégats de monnaie et du crédit et propose les instruments de politique monétaire de nature à assurer l'objectif assigné aux variables intermédiaires et d'atteindre l'objectif ultime de la politique monétaire.

La programmation monétaire est effectuée sur la base des hypothèses portant, notamment, sur l'évolution des agrégats réels et du déflateur du produit intérieur brut, des finances publiques et des opérations du Trésor, des prix des hydrocarbures et de l'évolution de la balance des paiements et ce, en tenant compte

d'un objectif de taux de change effectif nominal découlant de la stabilisation du taux de change effectif réel. Cet exercice de programmation monétaire tient compte également des actions des pouvoirs publics.

Pour l'année 2004, le Conseil de la Monnaie et du Crédit a maintenu l'objectif d'inflation de 3 % à moyen terme. En matière d'évolution des agrégats monétaire et de crédit, le Conseil a arrêté un objectif de croissance de M2 entre 14 % et 15 % et celle des crédits à l'économie entre 16,5 % et 17,5 %. Ces objectifs n'incluaient pas le remboursement par anticipation de la dette extérieure.

Au cours de l'année 2004, le Trésor public a procédé au remboursement par anticipation de la dette extérieure pour 1,218 milliard de dollars. De plus, l'année 2004 a connu un niveau d'importations de biens et services au delà des estimations contenues dans la programmation monétaire. Compte tenu de ces nouveaux éléments, l'année 2004 a enregistré une croissance de l'agrégat M2 de 11,4 % et des crédits de 11,2 %.

Comme prévu dans la programmation monétaire et pour permettre à la Banque d'Algérie de continuer à faire face à l'excès de liquidités, le Conseil de la Monnaie et du Crédit a retenu une utilisation accrue de l'instrument reprises de liquidités sur le marché monétaire en 2004, additionnellement à l'instrument réserves obligatoires.

L'objectif ultime de la politique monétaire est de maintenir la stabilité monétaire à travers la stabilité des prix, entendue comme une progression limitée de l'indice des prix à la consommation.

Durant les années 2001-2004, la monnaie de base a bien émergé comme objectif intermédiaire de la politique monétaire, appuyé par la stabilité du multiplicateur monétaire, alors que cet objectif intermédiaire était représenté par l'agrégat avoirs intérieurs nets de la Banque d'Algérie au cours de la période 1994-1998.

Il est utile de rappeler que l'approfondissement de la réforme des instruments de la politique monétaire durant la période 1994-1998 a permis à la Banque d'Algérie de disposer de la panoplie des instruments indirects de politique monétaire, à savoir :

- un taux directeur fixé en fonction des évolutions macro-économiques et de l'évolution des indicateurs monétaires ;
- des instruments de marché monétaire à savoir prises de pensions et adjudication de crédit par appel d'offres. Un système d'adjudication de crédits par appel d'offres a été introduit à partir de 1995 et ce, en tant que principal mode d'intervention de la Banque d'Algérie sur le marché monétaire et comme principal instrument indirect de la politique monétaire ;
- un système de réserves obligatoires.

Les instruments indirects de la politique monétaire ont été renforcés en 2002 par l'introduction en Avril d'un nouvel instrument en cohérence avec le contexte d'excès de liquidités, à savoir la reprise de liquidités par appels d'offres (adjudications négatives).

Le contexte d'excès de liquidités a prévalu au cours de l'année 2004, après une situation de grande liquidité des banques qui a caractérisé le second semestre de l'année 2001 ainsi que les années 2002 et 2003. Le contexte d'excès de liquidité structurel en 2003 et 2004 a fait que la politique monétaire s'est exercée principalement au moyen de l'instrument reprise de liquidité. L'objectif étant de rendre plus efficace le contrôle des agrégats monétaires.

La reprise de liquidité a permis, dès l'année 2002, d'absorber une bonne partie des offres de liquidités sur le marché monétaire interbancaire, soit un montant qui a oscillé entre 100 et 160 milliards de dinars. Au cours de l'année 2003, le montant des reprises de liquidités a été relevé à 200 milliards de dinars en juin et à 250 milliards de dinars en septembre.

Face à la persistance de la situation d'excès d'offres de liquidités sur le marché monétaire au cours de l'année 2004, la Banque d'Algérie a intensifié ses interventions sur ce marché en augmentant les montants des reprises de liquidité.

Grâce à cet instrument indirect de politique monétaire, la Banque d'Algérie est parvenue, selon une fréquence hebdomadaire d'intervention, à réguler la liquidité bancaire en procédant à deux augmentations successives de ses reprises de liquidités sur le marché monétaire :

- en avril 2004, pour un montant de 300 milliards de dinars qui s'est conjugué avec une augmentation des réserves libres des banques entre mai et août, alors que le premier trimestre 2004 a enregistré une baisse en la matière ;
- en octobre 2004, pour un montant de 400 milliards de dinars qui a permis une contraction des réserves libres des banques en octobre et décembre. Le montant de ces réserves est passé de 292,9 milliards à fin août à 92,8 milliards de dinars à fin décembre, suite au recouvrement par le Trésor de l'impôt direct pétrolier des mois de novembre et décembre 2004.

Corrélativement, la Banque d'Algérie a baissé le taux de rémunération de la reprise de liquidité à 1,25 % en avril 2004 et 0,75 % en octobre 2004.

L'utilisation accrue de l'instrument reprise de liquidités par appels d'offres a bien permis à la Banque d'Algérie d'opérer des ponctions additionnelles de liquidités sur le marché monétaire.

Tout en mettant en avant l'agrégat monnaie de base comme objectif intermédiaire de la politique monétaire, la Banque d'Algérie a, dès Février 2001, réactivé l'instrument réserves obligatoires et ce, pour amener les banques à bien gérer leur liquidité et endiguer l'impact négatif de chocs exogènes sur la liquidité bancaire.

Au cours de l'année 2002, tout comme en 2001, la réserve obligatoire a été utilisée d'une manière active, à mesure que le taux de cette réserve a été modulé en fonction de l'évolution des réserves libres des banques.

Cependant, la Banque d'Algérie a maintenu inchangé tout au long de l'année 2003 l'instrument réserve obligatoire en tant qu'instrument indirect de politique monétaire.

Au cours de l'année 2004, l'instrument réserve obligatoire a été de nouveau réactivé, puisque le Conseil de la Monnaie et du Crédit a édicté un règlement qui définit le cadre de la réserve obligatoire. De plus, son taux a été porté à 6,5 % en mai 2004.

En tant qu'instrument indirect de la politique monétaire et donc de régulation de la liquidité bancaire, les opérations d'open-market n'ont pu être utilisées depuis l'année 2002 par la Banque d'Algérie sur le marché monétaire. Cependant, le rôle de cet instrument reste potentiellement important à en juger par la part relative appréciable des effets publics dans les portefeuilles des banques par rapport à leurs actifs.

Les autres instruments indirects de la politique monétaire (pensions et adjudications de crédits par appel d'offres) n'ont pu être utilisés au cours de l'année 2004, tout comme en 2002 et 2003, à mesure que les interventions de la Banque d'Algérie sur le marché monétaire au moyen de ces instruments avaient déjà été interrompues à partir de fin mai 2001 en raison de la non soumission des banques aux adjudications de crédits et leur non recours aux prises en pension (à 24h et à terme). Il importe de rappeler que le recours des banques au refinancement auprès de la Banque d'Algérie était tombé à zéro dès fin 2001.

Au total, l'objectif ultime de la politique monétaire exprimé en terme de stabilité à moyen terme des prix, à savoir une inflation de 3 %, a été atteint en 2004 où l'inflation des prix à la consommation s'est située à 3,6 % pour l'indice du Grand Alger contre un taux de 2,6 % en 2003. En glissement annuel, l'inflation est même tombée à 2 % à fin 2004 contre 4 % à fin 2003.

De plus, la poursuite du recul du rythme de croissance monétaire en 2004 a permis de réaliser l'objectif intermédiaire de la politique monétaire, au moyen d'une mise en œuvre ordonnée des instruments indirects de la politique monétaire : reprise de liquidités et réserve obligatoire. La conduite de la politique monétaire a bien contribué à la maîtrise de l'inflation et donc à une bonne stabilité monétaire. Cela constitue un ancrage appréciable à la croissance économique qui doit être de plus en plus soutenue par une allocation des ressources plus efficace.