

## **CHAPITRE VIII : SITUATION MONETAIRE ET POLITIQUE MONETAIRE**

L'évolution macroéconomique des sept dernières années 2000-2006 fait émerger la persistance de l'excès de l'épargne sur l'investissement en tant que caractéristique structurelle de l'économie nationale. Cet élément distinctif du cadre macroéconomique est confirmé par une position financière solide, élément d'une gestion macroéconomique saine qui a contribué à asseoir une résilience aux chocs externes.

Dans le cadre de la conduite d'une gestion macroéconomique saine des surcroûts de ressources, la forte réduction de la dette publique extérieure inhérente à l'accélération des remboursements par anticipation en 2006, pour des montants substantiels, s'est même conjuguée avec une accumulation soutenue de ressources du fonds de régulation des recettes. Aussi, le parachèvement de la conduite soutenue de la stratégie de désendettement extérieur a débouché sur une accumulation plus soutenue des réserves officielles de change au cours de l'année 2007, source d'une forte expansion monétaire. Aussi, l'année 2007 s'inscrit dans le nouveau trend de reprise du rythme d'expansion monétaire, atténué en partie par l'ampleur des remboursements par anticipation de la dette extérieure, après le cycle baissier en la matière enregistré entre 2001 à 2004.

C'est dans un contexte de forte expansion monétaire et de reprise de l'inflation en 2007, que la Banque d'Algérie a veillé à résorber l'excès de liquidité au moyen d'une conduite flexible et ordonnée des instruments indirects de politique monétaire.

### **VIII.1 - EVOLUTIONS MONETAIRES**

L'analyse de la situation monétaire consolidée au cours de l'année 2007 montre que l'évolution de la masse monétaire continue à être tirée par celle de l'agrégat avoirs extérieurs nets, à mesure que les avoirs extérieurs nets ont dépassé, depuis fin

2005, les liquidités monétaires et quasi monétaires dans l'économie nationale.

En effet, les réserves officielles de change détenues par la Banque d'Algérie sont la principale source de création monétaire, d'autant plus qu'elles garantissent largement la masse monétaire au sens de M2. Le processus de monétisation des ressources en devises rapatriées et cédées, de jure en ce qui concerne les recettes d'exportations d'hydrocarbures, à la Banque d'Algérie explicite clairement cette causalité.

L'agrégat avoirs extérieurs nets dans la situation monétaire consolidée a connu une croissance particulièrement forte en 2007, soit un taux de 34,46 %. Cet agrégat est passé de 6419,44 milliards de dinars à fin juin 2007 à 7415,56 milliards de dinars à fin décembre 2007, contre un niveau de 5515,05 milliards de dinars à fin décembre 2006. Cela confirme le trend bien haussier en la matière, pendant que l'encours de cet agrégat excède de plus en plus l'encours de la masse monétaire au sens de M2. En effet, le ratio avoirs extérieurs nets/M2 a atteint 1,237 à fin 2007, après un passage de 1,027 à fin 2005 à 1,142 à fin 2006. Ce qui révèle le renforcement de la qualité de la stabilité monétaire en Algérie, ancrée sur la solidité marquée de la position financière extérieure nette.

Cependant, le niveau élevé de l'agrégat avoirs extérieurs et, particulièrement, sa forte expansion en 2007 constitue un challenge pour la conduite de la politique monétaire, surtout lorsqu'une forte croissance de l'agrégat monétaire cible se conjugue avec une reprise de l'inflation et une persistance de l'excès de liquidité bancaire.

Sous l'effet de l'expansion structurelle de l'agrégat avoirs extérieurs nets, l'année 2007 se caractérise par une forte croissance de la masse monétaire, même si le caractère haussier du rythme d'expansion de M2 a été quelque peu atténué par l'ampleur des remboursements par anticipation de la dette extérieure en 2005 et 2006.

# SITUATION MONÉTAIRE

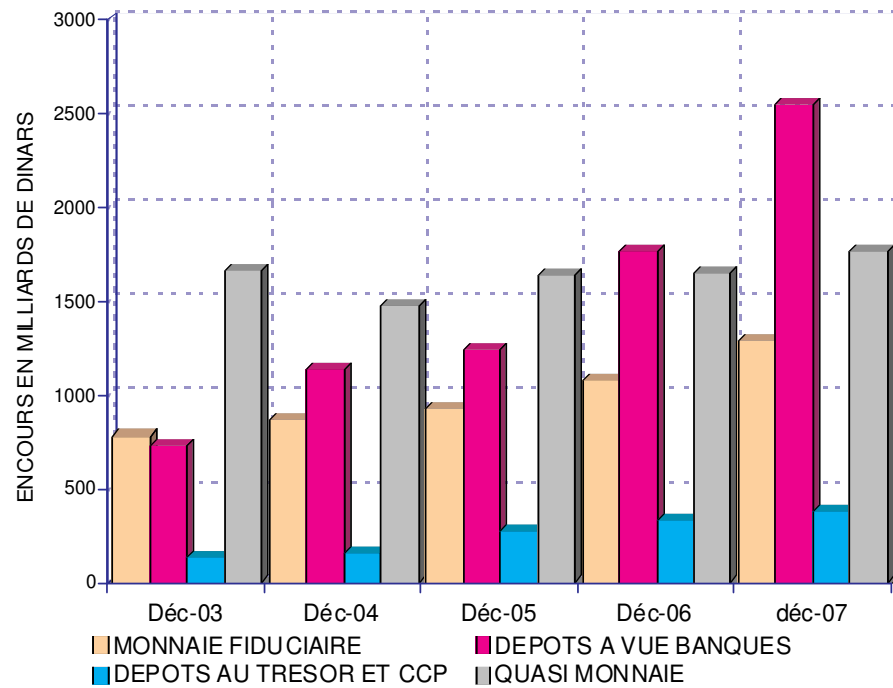
(y compris caisse d'épargne)

	2003	2004	2005	2006	2007
(En milliards de dinars ; fin de période)					
<b>Avoirs extérieurs nets</b>	<b>2 342,6</b>	<b>3 119,2</b>	<b>4 179,7</b>	<b>5 515,0</b>	<b>7 415,5</b>
Banque centrale	2 325,9	3 109,1	4 151,5	5 526,3	7 382,9
Banques commerciales	16,7	10,1	28,2	-11,3	32,6
<b>Avoirs intérieurs nets</b>	<b>956,8</b>	<b>525,2</b>	<b>-109,2</b>	<b>-687,5</b>	<b>-1 420,9</b>
Crédits intérieurs	1 803,6	1 514,4	846,6	601,3	12,1
Crédits à l'État (nets)	423,4	-20,6	-933,2	-1 304,1	-2 193,1
Banque centrale	-464,1	-915,8	-1 986,5	-2 510,7	-3 294,9
Banques commerciales	757,4	736,9	777,3	870,8	723,1
Dépôts aux CCP et au Trésor	130,1	158,3	276,0	335,8	378,7
Crédits à l'économie *	1 380,2	1 535,0	1 779,8	1 905,4	2 205,2
Fonds de prêts de l'État	-59,7	-49,0	-54,6	-33,5	-28,9
Engagements extér. à moyen et long terme	-41,9	-49,6	-20,6	-19,4	-14,7
Autres postes (nets)	-745,2	-890,6	-880,6	-1 235,9	-1 389,4
<b>Monnaie et quasi-monnaie (M2)</b>	<b>3 299,5</b>	<b>3 644,3</b>	<b>4 070,4</b>	<b>4 827,6</b>	<b>5 994,6</b>
Monnaie	1 643,5	2 165,6	2 437,5	3 177,8	4 233,6
Circulation fiduciaire (hors banques)	781,4	874,3	921,0	1 081,4	1 284,5
Dépôts à vue dans les banques	732,0	1 133,0	1 240,5	1 760,6	2 570,4
Dépôts au Trésor et CCP	130,1	158,3	276,0	335,8	378,7
Quasi-monnaie	1 656,0	1 478,7	1 632,9	1 649,8	1 761,0
(Variation annuelle en pourcentage)					
<b>Monnaie et quasi-monnaie (M2)</b>		<b>10,5</b>	<b>11,7</b>	<b>18,6</b>	<b>24,2</b>
Monnaie		31,8	12,6	30,4	33,2
Quasi-monnaie		-10,7	10,4	1,0	6,7
<b>Avoirs intérieurs nets</b>		<b>-45,1</b>	<b>-120,8</b>	<b>529,6</b>	<b>106,7</b>
Crédits intérieurs		-16,0	-44,1	-29,0	-98,0
Crédits à l'État (nets)		-104,9	4 430,1	39,7	68,2
Crédits à l'économie		11,2	15,9	7,1	15,7
<b>Pour mémoire :</b>		<b>(En pourcentage)</b>			
Ratio de liquidité (M2/PIB)	62,9	59,4	54,0	57,0	63,8
Monnaie/PIB	31,3	35,3	32,3	37,5	45,1
Circulation fiduciaire (hors banques)/PIB	14,9	14,2	12,2	12,8	13,7
Crédits à l'économie/PIB	26,3	25,0	23,6	22,5	23,5
Monnaie/M2	49,8	59,4	59,9	65,8	70,6
Circulation fiduciaire (hors banques)/M2	23,7	24,0	22,6	22,4	21,4
<b>Multiplicateur monétaire</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>

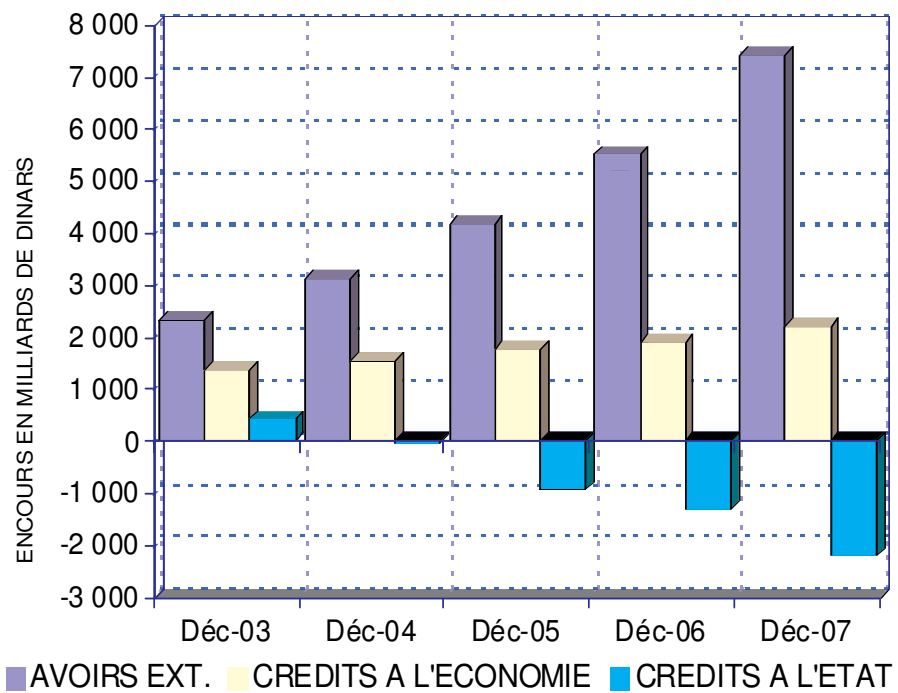
\* Masse monétaire M2 (2003-2006) suivant la nouvelle définition introduite en 2007 (dépôts des assurances et établissements financiers à la Banque d'Algérie inclus ; dépôts préalables à l'importation au niveau des banques exclus)

## INDICATEURS MONETAIRES

**GRAPHIQUE 17**  
**STRUCTURE DE LA MASSE MONETAIRE**



**GRAPHIQUE 18**  
**CONTREPARTIES DE LA MASSE MONETAIRE**



Par rapport à cet agrégat à fin décembre 2006 (série de M2 rendue homogène selon la nouvelle définition), l'accroissement s'élève à 24,17 % pour 2007, dont 10,89 % au titre du second semestre 2007. Avec une croissance monétaire supérieure au rythme de 2006 (18,6 %), l'année 2007 s'inscrit donc dans le nouveau trend de reprise du rythme d'expansion monétaire et ce, après le cycle baissier de 2001 à 2004. Cependant, en rythme semestriel, et après une forte croissance au second semestre 2006 (12,15 %) par rapport au premier semestre (5,75 %), le taux d'expansion de M2 a fléchi au second semestre de l'année 2007. Aussi, le suivi de l'évolution du rythme de croissance de M2 devient pertinent pour mieux cerner les canaux de transmission des effets des développements monétaires en cours, à mesure que la sphère budgétaire injecte des liquidités importantes dans l'économie.

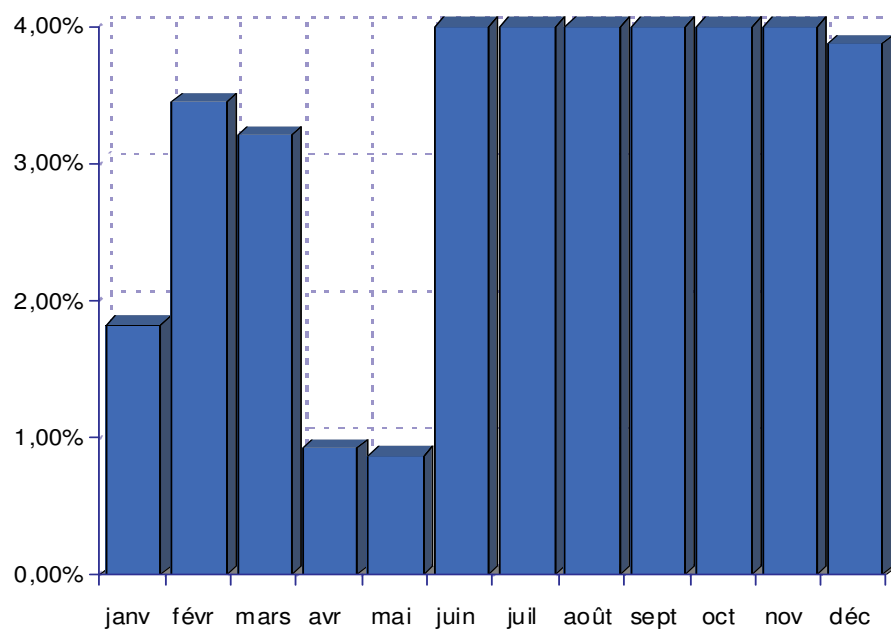
Par ailleurs, l'évolution de la structure de la masse monétaire M2 renseigne sur les comportements des principaux agents économiques, surtout dans cette période de reprise de l'expansion des liquidités monétaires et quasi monétaires. Ainsi, la forte expansion des dépôts des banques, soit 27 % en rythme annuel contre 19 % en 2006, a pour origine plus l'accroissement des dépôts provenant du secteur public que celui provenant du secteur privé. Les flux de dépôts bancaires ont totalisé 921,07 milliards de dinars pour l'année 2007, dont 452,96 milliards de dinars au titre du second semestre 2007.

Pour les dépôts bancaires provenant du secteur public, leur flux est monté à 653,99 milliards de dinars pour l'année 2007, dont 271,11 milliards de dinars au titre du second semestre 2007, correspondant à un accroissement annuel de 42,79 % contre 34,1 % en 2006. En rythme semestriel, l'expansion a été plus forte au premier semestre 2007 (25,05 %) par rapport au second semestre de la même année (14,18 %). Il est utile de noter que l'évolution de cet agrégat est marquée, en partie, par le profil temporel des encaissements/paiements des entreprises du secteur des hydrocarbures. Corrélativement, l'importance accrue des dépôts du secteur public dans la structure des épargnes financières est marquée par la tendance haussière des dépôts à vue du secteur des hydrocarbures dans la formation de l'épargne

## INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION 2007

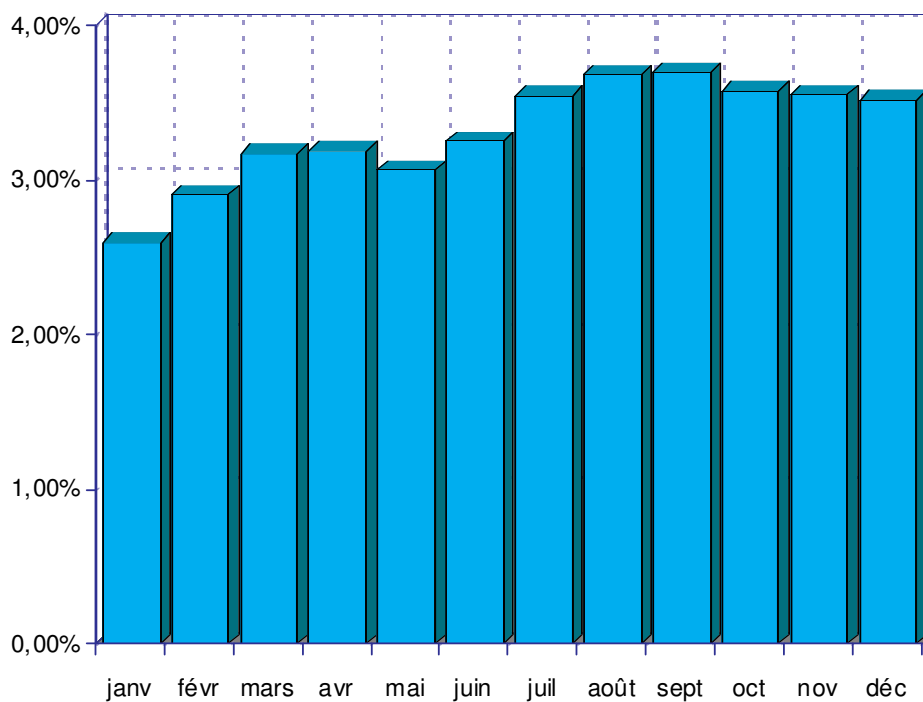
GRAPHIQUE 19

GLISSEMENT ANNUEL (EN %)



GRAPHIQUE 20

VARIATION ANNUELLE (EN %)



financière, dans un contexte de faible ajustement de l'épargne à l'investissement dans ce dernier secteur. Pour mémoire, les dépôts à vue de la principale entreprise de ce secteur ont représenté 21,05 % de la masse monétaire M2 à fin 2007, après un trend haussier de ce ratio de 7,73 % à fin 2003 à 15,12 % à fin 2006. Parallèlement, la gamme de produits financiers offerts par les banques reste limitée, malgré la stabilité accrue des ressources collectées.

Quant aux dépôts bancaires provenant des entreprises privées et ménages, leur flux s'élève à 245,41 milliards de dinars en 2007, dont 173,92 milliards de dinars au second semestre 2007, soit un rythme d'accroissement annuel de 14,32 % contre 10,27 % en 2006, en contexte de croissance soutenue des secteurs hors hydrocarbures. Cependant, l'année 2007 s'est caractérisée par un encours de dépôts du secteur privé et ménages inférieur à celui des dépôts du secteur public, phénomène résultant de la formation accrue des épargnes financières du secteur des hydrocarbures.

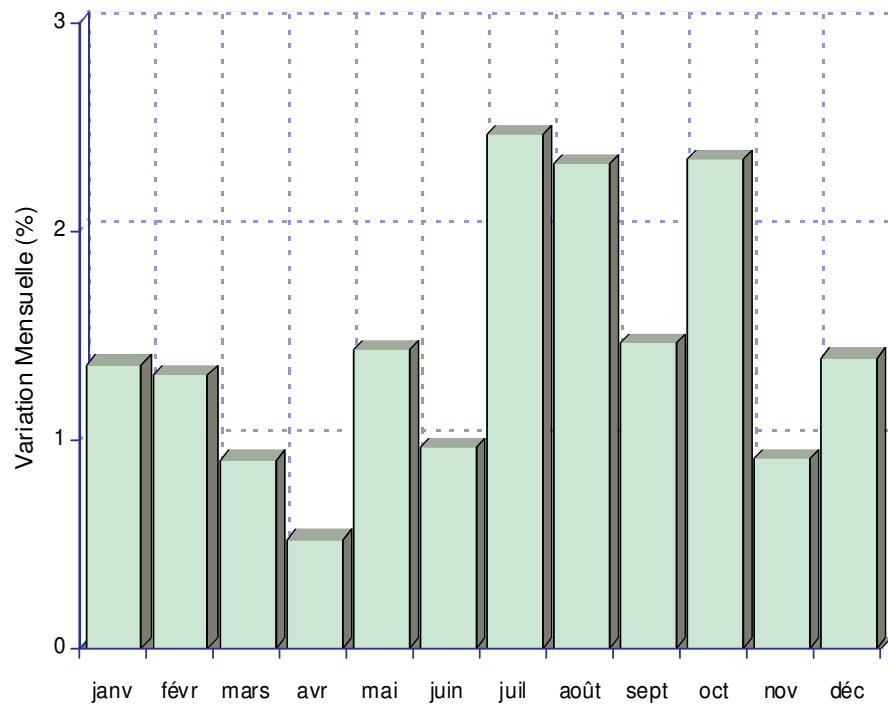
Suite à la décision relative à la tenue des comptes des caisses de sécurité sociale et de retraite sur les livres du Trésor public, les dépôts dans les Centres de Chèques Postaux (CCP) et au Trésor public se sont accrus en 2007 de 12,75 % contre 21,66 % en 2006. Les dépôts des ménages restent prédominants au niveau des CCP, représentant une importante composante de leur épargne financière.

En termes de structure de dépôts selon les instruments à fin 2007, les dépôts à vue auprès des banques, du Trésor public et des CCP représentent 62,54 % dans le total de dépôts contre 55,84 % à fin décembre 2006, confirmant le trend haussier relativement au ratio de 33,89 % enregistré à fin 2003. La tendance structurelle haussière des dépôts à vue dans la structure des moyens d'actions des banques, les cinq dernières années, est corrélative à l'augmentation importante des dépôts à vue du secteur public en contexte d'excès de liquidités sur le marché monétaire interbancaire.

## INDICATEURS MONETAIRES 2007

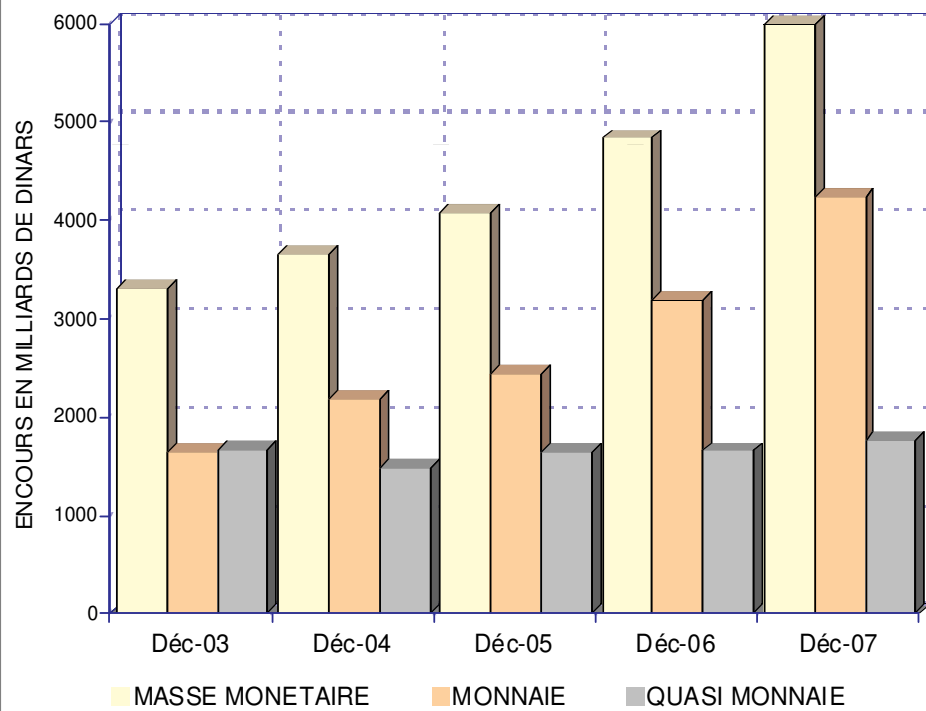
**GRAPHIQUE 21**

### MONNAIE FIDUCIAIRE



**GRAPHIQUE 22**

### MASSE MONETAIRE



Par contre, l'évolution de la structure des dépôts montre clairement le net recul de la part des dépôts à terme en dinars à 32,58 % à fin 2007 contre 37,71 % à fin 2006 et 59,29 % à fin 2003, pendant que les dépôts à terme en dinars des entreprises privées et ménages représentent l'essentiel (79,27 % en 2007) des dépôts à terme. Comme élément de l'agrégat quasi monnaie, les dépôts en devises se sont relativement stabilisés, mais avec un fléchissement en 2007.

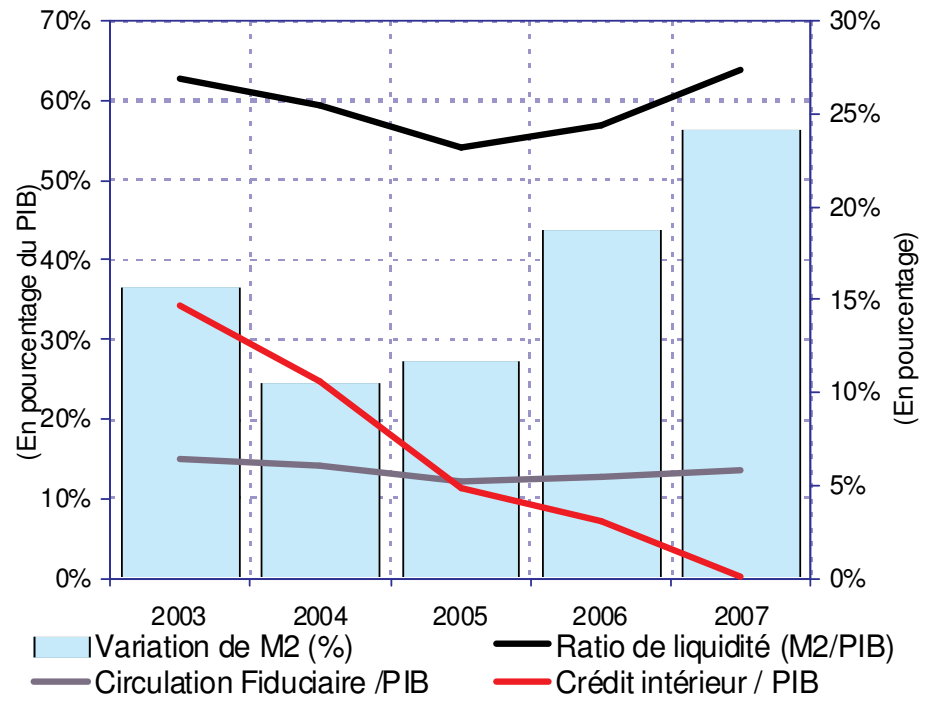
Cette évolution de la structure des dépôts, selon les instruments et par agent économique, indique des changements dans les comportements d'épargne financière. L'analyse de telles tendances est utile, sous l'angle de la stabilité monétaire et financière. Cela aide à mieux cerner la corrélation entre le nouveau contexte de reprise de l'expansion des liquidités monétaires et quasi monétaires (M2) et la résurgence de l'inflation, à mesure que les résultats du programme de modernisation de l'infrastructure financière commencent à être effectifs en terme de développement financier.

L'analyse des rythmes élevés d'expansion de l'agrégat M2 en relation avec le trend du produit intérieur brut nominal est également utile, vu le caractère structurel de l'excès de liquidité. En effet, le taux de liquidité, en tant que ratio M2 moyen/produit intérieur brut, est passé de 52,57 % en 2006 à 57,63 % en 2007, ancrant un nouveau trend haussier. Cependant, hors dépôts du secteur des hydrocarbures, estimés en tant que variable proxy, et par rapport au produit intérieur brut hors hydrocarbures, le ratio de liquidité est stable, soit 84,38 % en 2007 contre 83,75 % en 2006, 83,03 % en 2005, 83,20 % en 2004 et 84,35 % en 2003. Ce dernier ratio est significatif pour l'évaluation des risques d'inflation, afin d'affiner la conduite de la politique monétaire et asseoir durablement la stabilité financière et monétaire.

Par ailleurs, le ratio monnaie fiduciaire/M2 a reculé d'environ un point de pourcentage en 2007, soit 21,43 % à fin 2007 contre 22,40 % à fin 2006. De plus, le taux de croissance de la monnaie fiduciaire, avec 18,78 % en 2007 contre 17,42 % en 2006 et 5,33 % en 2005, reste inférieur à celui de la masse monétaire

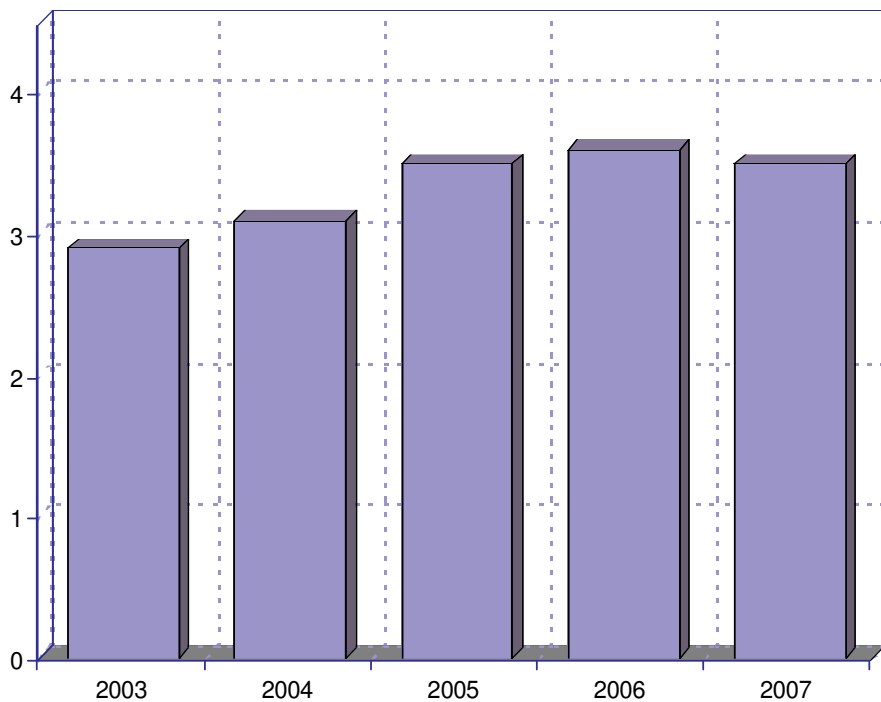
GRAPHIQUE 23

INDICATEURS MONETAIRES



GRAPHIQUE 24

MULTIPLICATEUR MONETAIRE



(M2). La forte expansion de la monnaie fiduciaire en 2006 et 2007, deux années pleines de mise en œuvre du programme de consolidation de la croissance 2005-2009, renseigne sur les comportements de demande d'encaisses des ménages et entreprises. En réalité, l'impact de l'entrée en production des deux systèmes de paiement modernes sur les habitudes de paiement des ménages et de certains opérateurs est de facto graduel, d'autant plus que les sorties d'encaisses ont été importantes auprès des guichets d'Algérie Poste.

L'agrégat crédits à l'économie (hors rachat de créances non performantes), en tant que deuxième contrepartie de la masse monétaire, s'est accru de 15,22 % en 2007 contre 12,16 % en 2006, parallèlement à la reprise des rythmes d'expansion de l'agrégat monétaire M2. Même en rythme semestriel, les crédits à l'économie enregistrent une hausse significative en 2007 (9,26 % au second semestre) par rapport à l'année 2006 (6,51 % au second semestre). Cette tendance de l'agrégat crédits à l'économie fait émerger désormais l'importance du "canal" crédit dans la transmission des effets des récents développements monétaires.

En particulier, l'analyse de la structure des crédits par secteur juridique montre qu'une plus grande part de crédits continue à être allouée au secteur privé. A fin 2007, la part de crédits distribués au secteur privé (52,87 %) est restée stable par rapport au taux atteint à fin 2006 (52,95 %), sous l'effet d'un accroissement moins important des crédits au secteur privé (15,03 %) par rapport à celui des crédits au secteur public (15,43 %). Cette tendance se conjugue avec une diminution de la part relative des crédits non performants, à mesure que les contrôles des portefeuilles des banques par la Banque d'Algérie et la Commission Bancaire se sont intensifiés.

De plus, l'évolution des crédits à l'économie, sous l'angle des termes de maturités, témoigne de la poursuite du trend haussier pour les crédits à moyen et long terme destinés au financement des investissements. La part relative des crédits à moyen et long terme est passée de 49,58 % à fin décembre 2006 à 51,26 % à fin décembre 2007. Cet élan certain des crédits à moyen et long

terme est en phase avec le caractère favorable des conditions de financement bancaire de l'économie nationale, d'autant plus que l'augmentation des crédits d'investissement intervient en complément au fort flux de financement en provenance de la sphère budgétaire au titre des décaissements réalisés sur le budget d'équipement. Cet agrégat est estimé à 1420,1 milliards de dinars en 2007, alors qu'il était passé de 806,9 milliards de dinars en 2005 à 1015 milliards de dinars en 2006.

Par ailleurs, de nouveaux projets d'investissement mixtes, notamment de type " project finance " dans les secteurs de l'eau et de l'énergie, ont fait augmenter les crédits à moyen et long terme en tant que nouveau noyau d'absorption de ressources stables des banques. Les crédits hypothécaires ont également enregistré un élan appréciable en 2007.

Compte tenu de la disponibilité de fonds prêtables accrus et des besoins d'investissements productifs, il est attendu que les crédits sains à l'économie augmentent davantage et financent davantage d'entreprises. Aussi, ces possibilités de financement bancaire doivent être conduites par les banques en cohérence avec la nécessaire amélioration de l'évaluation, gestion et maîtrise des risques de crédits. De plus, les mécanismes de garantie de crédit assurés par les organismes spécialisés, créés pour faciliter le financement des investissements des PME et l'acquisition de logements par les ménages, devraient contribuer au développement des investissements dans les secteurs hors hydrocarbures. Il ne s'agit plus seulement d'atteindre l'efficacité fonctionnelle au niveau des banques en la matière, mais de contribuer d'une manière ordonnée à l'ajustement macroéconomique de l'investissement intérieur à l'épargne nationale.

En tant qu'élément de l'épargne nationale, l'importance de l'épargne budgétaire est reflétée par l'accumulation accrue des ressources du fonds de régulation des recettes. C'est ainsi que la situation monétaire consolidée indique que le Trésor public reste le créancier net du système bancaire, à mesure que l'encours des épargnes financières du Trésor public représenté par les ressources du Fonds de régulation des recettes, tenu sur les

livres de la Banque d'Algérie, a atteint 3215,53 milliards de dinars à fin décembre 2007. Ce niveau est net des remboursements par anticipation effectués, au second semestre, au titre de sa dette à moyen et long terme envers la Banque d'Algérie. Ce remboursement par anticipation s'est élevé à 607 milliards de dinars, y compris le remboursement des avances exceptionnelles accordées par la Banque d'Algérie en 2006 pour couvrir les remboursements par anticipation des dettes au titre du Club de Paris et du Club de Londres.

En termes de flux, les ressources de la fiscalité pétrolière affectées au Fonds de régulation des recettes sont évaluées à 1738,8 milliards de dinars pour l'année 2007, alors que les paiements effectués s'élèvent à 1620,9 milliards de dinars, dont 1454,4 milliards de dinars au titre de l'exercice 2007.

Par ailleurs, les dépôts en compte courant ne représentent que 79,71 milliards de dinars à fin décembre 2007 contre 125,01 milliards de dinars à fin 2006.

La situation consolidée des banques indique une créance nette sur le Trésor public (hors rachats de créances 2006-2007) pour un montant de 628,21 milliards de dinars à fin décembre 2007 contre 789,54 milliards de dinars à fin juin 2007 et 780,04 milliards de dinars à fin décembre 2006. La baisse des créances nettes des banques sur le Trésor est due à des remboursements des obligations et, surtout, à l'augmentation des avances du Trésor pour permettre aux banques le financement à long terme des investissements relevant d'une liste de projets identifiés.

Au total, la qualité de la stabilité monétaire qui a caractérisé les évolutions monétaires et de crédit, ces dernières années, n'a pas été contrariée par la reprise du taux de croissance monétaire en 2006 (18,6 %) puis en 2007 (24,17 %), d'autant plus que l'inflation fondamentale est restée sous contrôle.

## **VIII.2 - MONNAIE ET FLUX DE LIQUIDITES**

Depuis l'exercice 2002 et plus particulièrement entre 2004 et 2007, la caractéristique principale de l'évolution monétaire en

Algérie est représentée par une création monétaire qui a pour origine principale la monétisation des avoirs extérieurs.

Pour expliciter ce processus, il convient d'analyser la typologie des opérations de l'économie nationale avec le reste du monde, sous l'angle de seulement quatre agents économiques : agent économique "Entreprises des hydrocarbures", agent économique "Etat", agent économique "Banque d'Algérie" et agent économique "Reste de l'économie nationale".

La monnaie créée, nette des opérations de transfert à l'étranger et de remboursement de crédits distribués, se retrouve sous forme de dépôts des agents non financiers dans les banques, les CCP et le Trésor et sous forme de monnaie fiduciaire dans le public.

Ce processus de création monétaire se déroule comme suit :  
L'agent économique "Entreprises des hydrocarbures" rapatrie les devises étrangères (obligations réglementaires) reçues au titre de l'exportation des hydrocarbures (produits bruts et raffinés) et les rétrocède à la Banque d'Algérie. En contrepartie des devises rétrocédées, cet agent économique reçoit de la Banque d'Algérie, sur ses comptes tenus sur les livres de sa banque commerciale et autres banques de la place, de la monnaie nationale.

A partir de cette création monétaire primaire, l'agent économique " Entreprise des hydrocarbures " :

- transfère à l'étranger la quote-part revenant à ses associés, c'est-à-dire autre que le partage de production ;
- verse la fiscalité sur les hydrocarbures vendus et la redevance annuelle à l'Etat ;
- règle ses importations de biens et services ;
- règle le principal et les intérêts sur sa dette extérieure ;
- effectue le paiement, le cas échéant, de la différence entre ses dépenses en monnaie nationale (salaires, matières premières, services, investissements,...) et ses recettes sur le marché intérieur.

La partie de ses recettes rapatriées et de ses recettes domestiques non dépensées est logée dans ses comptes ouverts dans les banques de la place. Ces dépôts font partie de la masse monétaire.

En effet, en 2007, le résultat net de l'ensemble de ces opérations ressort à 834,7 milliards de dinars. Déduction faite de l'épargne financière mise en dépôts (532 milliards de dinars), il ressort qu'un montant de 302,7 milliards de dinars a été dépensé sur le marché national (salaires, biens, services, investissements, ...) représentant les recettes de l'agent économique " Reste de l'économie nationale ". L'agent économique "Etat", quant à lui, a reçu 2.711,8 milliards de dinars au titre de la fiscalité sur les hydrocarbures et 85 milliards de dinars au titre de la redevance.

L'agent économique " Etat " reçoit :

- la fiscalité pétrolière et la redevance annuelle de l'agent économique " Entreprise des hydrocarbures " ;
- une partie du résultat de l'exercice de l'agent économique " Banque d'Algérie " ;
- la fiscalité ordinaire de l'agent économique " Reste de l'économie nationale " ;
- les autres produits non fiscaux.

Les recettes reçues permettent à l'agent économique " Etat " :

- de couvrir les dépenses budgétaires, courantes et d'équipements ;
- de payer le service de la dette interne ;
- de payer le service de la dette externe, déduction faite d'éventuels emprunts extérieurs mobilisés.

Pour pouvoir rembourser la dette envers la Banque d'Algérie (729,2 milliards de dinars), le Trésor a émis des titres et a mobilisé l'épargne de certains organismes non financiers (243,2 milliards de dinars).

En net, le Trésor a augmenté les dépôts dans ses comptes tenus sur les livres de la Banque d'Algérie (compte courant et compte

de fonds de régulation des recettes) pour 72,7 milliards de dinars.

Si l'agent économique "Etat" ne dépensait pas la fiscalité pétrolière, celle-ci serait portée globalement sur le compte du Trésor tenu sur les livres de la Banque d'Algérie. De ce fait, la fiscalité pétrolière serait en quelque sorte stérilisée et donc non recensée comme masse monétaire. Il importe de souligner que les dépôts en monnaie centrale du Trésor représentent une créance de l'Etat sur le secteur bancaire.

Les dépenses de l'agent "Etat" effectuées en dinars, déduction faite de l'ensemble de ses recettes hors hydrocarbures (fiscalité hors hydrocarbures et les autres produits non fiscaux) représentent des recettes pour l'agent économique "Reste de l'économie nationale".

En effet, courant 2007, l'agent économique "Etat" a reçu la fiscalité et la redevance provenant de l'agent "Entreprises des hydrocarbures" (2796,8 milliards de dinars), les dividendes de la Banque d'Algérie (41 milliards de dinars) et la fiscalité hors hydrocarbures et autres produits (842,8 milliards de dinars) provenant de l'agent économique "Reste de l'économie nationale". A cet agent, il a versé l'ensemble de ses dépenses (budget de fonctionnement et budget d'équipement) pour un montant de 3092,7 milliards de dinars.

L'agent économique "Banque d'Algérie" reçoit :

- les devises des agents économiques "Entreprise des hydrocarbures" (en contrepartie des exportations des hydrocarbures) et "Reste de l'économie nationale" (exportations hors hydrocarbures) qui sont une créance sur le reste du monde ;
- les devises en contrepartie du produit de placements des réserves officielles de change à l'étranger. En 2007, c'est le produit principal de cet agent économique du fait que les banques ne recourent plus au refinancement de la Banque d'Algérie.

La Banque d'Algérie paie :

Les dépenses de la Banque d'Algérie sont représentées, principalement, par :

- l'importation de biens et services,
- les charges d'exploitation en monnaie nationale, qui sont des recettes pour l'agent économique "Reste de l'économie nationale".

D'un autre côté, cet agent économique verse aux détenteurs des comptes en devises des intérêts sur les dépôts qui sont gérés pour son compte par les banques.

La Banque d'Algérie verse à l'Etat une partie de ses résultats.

Elle gère l'épargne de l'agent économique "Etat" enregistrée sur les comptes du Trésor tenus sur ses livres.

Sur l'ensemble de ses opérations et au titre de l'exercice 2007, cet agent économique a versé au profit de l'agent économique "Reste de l'économie nationale" un montant net de 10,6 milliards de dinars.

L'agent économique "Reste de l'économie nationale" reçoit comme produit :

- les dépenses des agents économiques "Entreprises des hydrocarbures", "Etat" et "Banque d'Algérie" ;
- les devises en contrepartie des exportations hors hydrocarbures (50% en dinars, les 50% restants sont gérés par les banques en comptes devises),
- les transferts de salaires, retraites et autres produits de l'étranger.

Cet agent transfert :

- le solde net des services importés (solde entre les services exportés et les services importés),
- la valeur des importations de biens,
- le service de la dette extérieure qui le concerne.

Dans le souci de simplification, les dépenses en devises des agents économiques "Etat" et "Banque d'Algérie" sont enregistrées au niveau de cet agent économique qui, de ce fait, suivant le calcul reçoit de ces deux agents économiques l'ensemble des dépenses y compris la part à régler en devises.

Le solde de l'ensemble des opérations de l'agent économique "Reste de l'économie nationale", représente les flux de dépôts dans les banques et de monnaie fiduciaire en tant que flux de monnaie créée et non détruite.

Au titre de l'exercice 2007, l'agent économique "Reste de l'économie nationale" a reçu, principalement :

- de l'Etat un montant net de 2249,9 milliards de dinars ;
- des "Entreprises des hydrocarbures" un montant de 302,7 milliards de dinars en tant que dépenses de cet agent sur le marché national,

Il a reçu la contre valeur en dinars des 50% d'exportations hors hydrocarbures (34,1 milliards de dinars) ; les autres 50% étant gérés en comptes devises.

Il a transféré au profit du reste du monde, au titre des opérations courantes de la balance des paiements qui lui incombent, un solde net de 1780,8 milliards de dinars et a reçu le solde des opérations en capital (52,9 milliards de dinars).

Le Trésor a mobilisé en dépôts un montant de 232,5 milliards de dinars pour le remboursement de sa dette interne.

Les flux de crédits distribués (315,2 milliards de dinars) par les banques, établissements financiers et Trésor aux entreprises non financières et ménages, c'est-à-dire l'agent économique "Reste de l'économie nationale", se retrouvent sous forme de monnaie, soit au niveau des banques en dépôts de la clientèle, soit en monnaie fiduciaire.

Une partie de cette épargne (10,8 milliards de dinars) est utilisée par les agents économiques pour l'achat de titres du trésor (bons du trésor, en compte courant ou sur formule, obligations de

rachat), ce qui constitue le flux des emprunts de l'agent économique " Etat " et la liquidité pour les banques (vente de titres).

L'excès des produits bancaires sur les charges bancaires se déduit des dépôts de l'agent économique "Reste de l'économie nationale "en tant que variable résiduelle pour assurer l'équilibre entre les montants obtenus suivant le processus de création monétaire et les déclarations des banques au niveau de leurs situations comptables mensuelles.

Il importe de souligner, que les flux de monnaie créés par l'intermédiaire de l'agent économique "Entreprises des hydrocarbures" et l'agent économique "Reste de l'économie nationale" sont correctement représentée à travers les déclarations des banques à la Banque d'Algérie.

La masse monétaire (M2) est constituée de l'ensemble des moyens de paiement détenus par les agents non financiers sous forme d'encaisses fiduciaires, de dépôts à vue et de la quasi monnaie. En Algérie, c'est l'agrégat de référence en matière de politique monétaire.

Dans le schéma présenté de l'économie nationale, ce sont donc les moyens de paiement détenus par les agents "Entreprises des hydrocarbures" et "Reste de l'économie nationale" qui constituent la masse monétaire.

De ce fait, les flux de monnaie en 2007 peuvent être estimés à travers les variations d'avoirs monétaires de ces deux agents. Ces flux annuels de monnaie ont pour contreparties (origine) les flux nets de devises entre l'économie nationale et le reste du monde et les flux nets de crédits octroyés par les banques et établissements financiers qui sont un sous-ensemble de l'agent économique "Reste de l'économie nationale".

Les flux nets en devises s'analysent aussi comme :

- (i) l'excès de l'épargne nationale sur investissement, correspondant au solde net des opérations courantes avec le reste du monde et

- (ii) le solde des opérations financières (compte de capital) avec le reste du monde.

Les variations d'avoirs monétaires résultant des flux nets en devises avec le reste du monde s'analysent comme les soldes nets de l'ensemble des opérations d'une économie avec le reste du monde.

Il est donc intelligible d'évaluer les variations des avoirs monétaires des agents non financiers d'une économie au moyen des soldes nets des opérations sur biens et services et opérations financières des deux agents économiques non financiers (Entreprises non financières et ménages et Entreprises d'hydrocarbures) avec les autres agents financiers ou non internes et le reste du monde.

Les avoirs monétaires de l'Etat résultant de l'excès de son épargne sur son investissement n'apparaissent pas dans la masse monétaire, dès lors qu'ils sont logés dans le compte du Trésor à la Banque d'Algérie.

A ces flux nets en devises, il faut ajouter les flux nets de crédits octroyés par les banques, établissements financiers et Trésor pour obtenir les variations d'avoirs monétaires des agents économiques non financiers.

### **VIII.3 - MARCHE MONETAIRE ET LIQUIDITE BANCAIRE**

Le développement graduel du marché monétaire, au cours des années 1990, période d'ajustement structurel et de réforme financière, a permis une source importante de liquidité pour les banques. En effet, le refinancement auprès de la Banque d'Algérie est resté la source de liquidité la plus importante pour les banques et ce, jusqu'au début des années 2000.

En outre, au cours de la seconde moitié des années 1990, et corrélativement à l'élargissement du rôle des instruments indirects de la politique monétaire, la Banque d'Algérie a multiplié ses interventions sur le marché monétaire, sous l'angle de l'offre de liquidité aux banques.

Avec l'avènement de l'excès de liquidité depuis 2001, la Banque d'Algérie n'est plus une source d'offre de liquidités aux banques, puisqu'elle développe plutôt, depuis avril 2002, les instruments de résorption de l'excès de liquidité sur le marché monétaire.

Tout comme pour les années 2002-2006, les banques et établissements financiers n'ont pas eu recours au cours de l'année 2007 au refinancement auprès de la Banque d'Algérie, confirmant le caractère structurel de l'excès de liquidité sur le marché monétaire. En effet, avec des indices précurseurs dès le second semestre 2001, l'excès de liquidité bancaire caractérise l'évolution du système bancaire depuis 2002.

Le trend haussier du niveau de la liquidité bancaire matérialise bien le caractère structurel de l'excès de liquidité sur le marché monétaire ; la liquidité bancaire s'étant accrue de 74,48 % en 2007 contre 56,68 % en 2006. L'encours de la liquidité bancaire est donc monté à 2001,18 milliards de dinars à fin décembre 2007, après un passage de 732 milliards de dinars à fin décembre 2005 à 1146,94 milliards de dinars à fin décembre 2006.

Il est utile de rappeler que la formation de la liquidité bancaire est corrélée, dans une large mesure, à l'évolution de l'agrégat avoirs extérieurs nets qui tire l'expansion monétaire, même si une partie de la monétisation des réserves de change alimente le Fonds de régulation des recettes.

Face à la liquidité grandissante du système bancaire, le marché monétaire interbancaire a connu une relative reprise de l'activité au cours de l'année 2007 par rapport à 2006, mais bien en deçà de l'encours atteint à fin 2005 (76,4 milliards de dinars). L'encours des opérations transigées sur le marché monétaire interbancaire est passé de 7,3 milliards de dinars à fin décembre 2006 à 16,3 milliards de dinars à fin décembre 2007, après la chute enregistrée au cours de l'année 2006. L'augmentation de l'activité sur le marché monétaire interbancaire a été graduelle au cours de l'année 2007.

Les encours de fin de période, à l'exception des mois d'avril et de mai, ont été négociés intégralement sur le compartiment à terme du marché monétaire interbancaire, dans un contexte de faible augmentation de la demande de liquidité exprimée sur le marché interbancaire au cours de l'année 2007. En effet, durant cette même année, d'importants remboursements (47,5 milliards de dinars) ont été effectués par le Trésor au profit des banques publiques dont certaines étaient structurellement emprunteuses sur le marché monétaire interbancaire.

L'année 2007 s'est donc caractérisée par la quasi absence d'activité sur le marché interbancaire "au jour le jour", après le nombre très limité de transactions réalisées en 2006.

En plus du caractère étroit du marché monétaire interbancaire, le taux moyen pondéré des opérations interbancaires a fluctué au sein d'une fourchette de taux compris entre 2,8080 % et 2,9614 % au cours de la période de janvier à avril 2007, pour ensuite se situer entre 3,3662 % et 3,0465 % pour la période de mai à décembre 2007. Cela montre un relèvement des taux formés sur le marché monétaire interbancaire, d'autant plus qu'au cours de l'année 2006 les taux d'intérêts s'étaient inscrits dans une fourchette de 1,93936 % et 2,91465 %.

Au second semestre 2007, l'activité du marché monétaire interbancaire a connu une certaine reprise par rapport au premier semestre. L'encours des montants transigés sur ce marché a totalisé 16,3 milliards de dinars à fin décembre 2007 contre 10,9 milliards de dinars à fin juin 2007. Pour mémoire, l'encours avait atteint 42,4 milliards de dinars à fin juin 2006. Les opérations dénouées au cours du second semestre 2007 concernent principalement le compartiment du marché à terme ; les opérations au jour le jour ayant cessé d'être réalisées dès le mois d'août. Les emprunts à terme réalisés sur le marché monétaire interbancaire ont été au profit d'établissements financiers spécialisés dans le leasing et le crédit à la consommation.

Le taux moyen pondéré des opérations interbancaires du second semestre 2007 a enregistré une hausse de 84 points de base, passant d'un taux moyen de 3,28199 % à fin juin 2007 à 3,36628 % à fin décembre 2007, en contexte de rallongement de maturités négociées sur le marché. Ce taux était de 2,34827 % à fin décembre 2006.

Pour endiguer l'excès de liquidité structurel et limiter ses effets inflationnistes en 2007, la Banque d'Algérie a intensifié ses interventions sur le marché monétaire au moyen des reprises de liquidité à maturités de 7 jours et 3 mois. Cet instrument de marché a vu son rôle s'accroître significativement par rapport à la facilité de dépôts rémunérés (facilité permanente) et la réserve obligatoire, au second semestre de l'année 2007, dans la conduite de la politique monétaire.

C'est ainsi qu'au cours de l'année 2007, la conduite de la politique monétaire au moyen de ces instruments a permis de résorber un montant moyen de 1273,3 milliards de dinars sur un montant global moyen d'excès de liquidité de 1553,5 milliards de dinars, y compris les réserves obligatoires, soit un taux d'absorption moyen de 82 %. La ventilation de cette absorption de liquidité entre les différents instruments de politique monétaire se présente, en moyenne, comme suit :

- les reprises de liquidité par appels d'offres : 52,99 %, soit un montant moyen de 802,28 milliards de dinars ;
- la facilité de dépôts rémunérés : 31,11 %, soit un montant moyen de 471 milliards de dinars ;
- la réserve obligatoire : 15,90 %, soit un montant moyen de 240,79 milliards de dinars.

Par contre, en fin de période, le taux d'absorption de liquidité par type d'instrument indirect de politique monétaire se présente comme suit :

- reprise de liquidité : 59,29 % à fin 2007 contre 40,33 % à fin 2006 ;
- facilité de dépôt : 26,04 % à fin 2007 contre 40,94 % à fin 2006 ;

- réserves obligatoires : 14,67 % à fin 2007 contre 18,73 % à fin 2006.

La facilité de dépôts rémunérés qui a été introduite en août 2005, et qui permet aux banques d'effectuer des dépôts à 24 heures auprès de la Banque d'Algérie, a été l'instrument de politique monétaire le plus actif au premier semestre de l'année 2007, c'est-à-dire avant l'ajustement à la hausse des reprises de liquidités. Le montant de cette facilité est passé de 815,15 milliards de dinars à fin mai 2007 à 483,11 milliards de dinars à fin décembre 2007 où elle représente 42,92 % du montant des reprises de liquidité par appels d'offres (1100 milliards de dinars).

L'instrument facilité de dépôts rémunérés procure aux banques une large flexibilité en matière de gestion de trésorerie à court terme. Son taux d'intérêt s'est fixé à 160 points de base au-dessous du taux d'intérêt moyen sur les opérations de reprises de liquidité à fin mai 2007, par contre son niveau est de 117 points de base au-dessous du taux moyen des reprises de liquidité. Ce taux représente la borne inférieure pour l'ensemble des taux de la Banque d'Algérie.

Au cours de l'année 2007, les reprises de liquidité par appel d'offres se sont déroulées selon une fréquence hebdomadaire pour des maturités de 7 jours et de 3 mois. Le montant moyen global adjudgé a été de 802,28 milliards de dinars et se répartit comme suit :

- reprises de liquidité adjudgées à trois mois : 324,3 milliards de dinars ;
- reprises de liquidité adjudgées à 7 jours : 478,25 milliards de dinars.

A fin décembre 2007, le montant de la reprise de liquidité à trois mois a atteint 247,84 milliards de dinars, soit 22,53 % du montant global adjudgé.

Dans le cadre des reprises de liquidité, les montants adjudgés à la banque commerciale, structurellement en excès de liquidité à

fin 2007, représentent 73,22 % du montant global adjugé pour l'ensemble du système bancaire contre 79,95 % à fin décembre 2006. Les montants placés par cette banque à fin décembre 2006 en facilité de dépôts rémunérés ont atteint 85,69 % contre 75,76 % à fin décembre 2007.

Par ailleurs, à fin décembre 2007, la liquidité bancaire stérilisée par la Banque d'Algérie dans le cadre des réserves obligatoires représente 14,67 % de l'excès de liquidité absorbé par la Banque d'Algérie contre 18,73 % à fin décembre 2006.

Dans un tel contexte d'excès de liquidité sur le marché monétaire, devenu structurel, l'observation minutieuse du comportement des facteurs autonomes et la maîtrise des techniques de prévision de la liquidité sont indispensables pour une amélioration soutenue de la gestion de la liquidité bancaire.

Pour l'année 2007, l'analyse du comportement des facteurs autonomes de la liquidité bancaire fait apparaître, par degré d'importance, les variations annuelles suivantes :

- une augmentation des avoirs extérieurs nets de la banque d'Algérie pour 1856,57 milliards de dinars, soit une source importante d'apport de liquidités ;
- la circulation fiduciaire a enregistré une augmentation de 203,12 milliards de dinars correspondant à un besoin de liquidités ;
- et, enfin, une augmentation de seulement 72,69 milliards de dinars au titre des dépôts du Trésor (compte courant et Fonds de régulation des recettes) auprès de la Banque d'Algérie, représentant un facteur autonome de ponction de liquidités relativement limitée.

La variation des avoirs extérieurs nets de la Banque d'Algérie, dont le taux d'accroissement est de 33,59 % en 2007 contre 32,12 % en 2006, émerge comme étant la principale variable explicative de l'excès de liquidité sur le marché monétaire, même si une partie de la monétisation des avoirs en devises est de facto stérilisée. L'impact de l'accroissement de cet important poste de l'actif du bilan de la Banque d'Algérie sur la liquidité

bancaire a pu, en partie, être atténué par l'effet de stérilisation opérée par le Trésor à savoir l'augmentation substantielle de ses dépôts auprès de la Banque d'Algérie jusqu'à octobre 2007. Cette forme de stérilisation correspond à un effet de contraction de la liquidité bancaire potentielle.

De plus, dans le cadre de la réduction de la dette publique interne, le remboursement par le Trésor, en novembre 2007, de toutes les avances de la Banque d'Algérie a permis une contraction effectivement d'une sources d'expansion de liquidité bancaire. C'est ainsi que, contrairement à l'année 2006, la variation des dépôts du Trésor auprès de la Banque d'Algérie est devenue le troisième facteur autonome, sous l'angle ponction de liquidités, dans l'explication de l'expansion de la liquidité au cours de l'année 2007. Cependant, en terme de dépôts nets de l'administration publique, l'année 2007 a enregistré une augmentation de 784,15 milliards de dinars, résultant essentiellement du remboursement effectué par le Trésor.

L'augmentation du compte courant du Trésor au cours de l'année 2007 qui s'explique essentiellement par les recettes de la fiscalité pétrolière ainsi par les décaissements, a également résulté de l'accroissement de l'encours des valeurs du Trésor émises par voie d'adjudication sur le marché monétaire. Le montant de cet encours a atteint 317,3 milliards de dinars à fin décembre 2007 contre 281,8 milliards de dinars à fin décembre 2006 et 171,8 milliards de dinars à fin décembre 2005. L'augmentation de 12,6 % de cet encours des valeurs du Trésor, qui a concerné essentiellement les maturités comprises entre 5 et 10 ans, vient en diminution de la liquidité bancaire.

En outre, deux nouvelles maturités sont venues s'ajouter à la courbe de taux d'intérêt des valeurs du Trésor. Il s'agit des Bons du Trésor Assimilables à 3 ans émis à partir de juin 2006 et des Obligations Assimilables du Trésor à 15 ans émises à partir de juillet 2006. Ces deux nouvelles émissions ont augmenté l'encours des valeurs du Trésor à fin décembre 2006 d'un montant de 35,8 milliards de dinars et de 74,2 milliards de dinars à fin décembre 2007.

Une tendance baissière des taux moyens pondérés des valeurs du Trésor a été constatée en 2007. Cette évolution des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor a donné lieu à une nouvelle courbe de taux :

- BTC 13 semaines	: 0,14 %
- BTC 26 semaines	: 0,30 %
- BTA 1 an	: 2,6 %
- BTA 2 ans	: 2,90 %
- BTA 3 ans	: 3,1 %
- BTA 5 ans	: 3,64 %
- OAT 7 ans	: 4,21 %
- OAT 10 ans	: 4,75 %
- OAT 15 ans	: 5 %

La circulation fiduciaire hors Banque d'Algérie, qui a émergé comme second facteur autonome en 2007, s'est accrue de 18,78 % contre 17,42 % en 2006 et a eu un effet de diminution de la liquidité bancaire pour 203,13 milliards de dinars, soit un effet de contraction plus important que celui de 2006 (160,39 milliards de dinars). La demande de billets de la part des ménages et certaines entreprises représente un important besoin de liquidités, d'autant plus que sa croissance a été plus prononcée en 2007.

Au total, et vu l'excès de liquidités structurel du secteur bancaire, les avoirs en comptes courants de l'ensemble des banques à la Banque d'Algérie sont passés de 242,43 milliards de dinars à fin juin 2007 à 418,07 milliards de dinars à fin décembre 2007 contre 240,23 milliards de dinars à fin décembre 2006, soit une augmentation de 177,85 milliards de dinars pour l'année 2007.

Les réserves obligatoires, calculées en multipliant l'assiette des réserves des dépôts en dinars par un coefficient de réserve fixé à 6,5 %, ont évolué en parallèle avec les moyens d'actions des banques, atteignant 272,13 milliards de dinars à fin décembre 2007. En ce qui concerne les réserves libres, à savoir une composante du besoin de liquidités, elles sont passées de 1,28 milliard de dinars à fin juin 2007 à 145,94 milliards de dinars à fin décembre 2007. Le niveau élevé des réserves libres atteint à fin 2007 par rapport à leur niveau à fin 2006 (31,24 milliards de dinars) peut s'expliquer par une certaine prudence des banques

quant au profil des décaissements en fin de période de certaines entreprises, notamment, du secteur des hydrocarbures.

Face à la tendance haussière de la liquidité bancaire, à mesure que la somme des facteurs autonomes d'apport de liquidités est supérieure à celle des facteurs autonomes de ponction de liquidités, la Banque d'Algérie a fortement augmenté les reprises de liquidité à partir de mi juin 2007, les portant à 1100 milliards de dinars après une stabilisation au premier semestre à un montant de 450 milliards de dinars. Par cette décision, la Banque d'Algérie a renforcé le rôle de ses interventions sur le marché monétaire afin d'absorber d'une manière adéquate l'excès de liquidités, tout en laissant aux banques l'initiative pour gérer une partie de leurs excédents de trésorerie au moyen de la facilité de dépôts rémunérés à 24 heures. En conséquence, les excédents de trésorerie des banques placés dans cette facilité se sont élevés à 483,11 milliards de dinars à fin décembre 2007 contre un montant de 815,15 milliards de dinars à fin mai 2007 ; le recours à cet instrument de réglage de la liquidité bancaire devant être, en règle générale, limité. Le flux annuel en la matière n'a été que de 26,39 milliards de dinars contre 406,97 milliards de dinars pour l'année 2006.

Sous l'angle des taux d'intérêts appliqués par la Banque d'Algérie, les taux relatifs aux reprises de liquidités par appel d'offres et à la facilité marginale ont été ajustés à la hausse à mi juin 2007, pendant que le taux moyen pondéré des reprises est passé de 1,8631 % à fin décembre 2006 à 1,9189 % à fin décembre 2007. Aussi, le marché monétaire a connu une meilleure dynamique d'activité au second semestre 2007, en contexte de relative stabilisation des rythmes d'expansion monétaire en terme semestriel.

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

#### **VIII.4 - CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE**

L'ordonnance n° 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit a renforcé les règles de bonne conduite en matière de formulation et de conduite de la politique monétaire et ce, sur la base de l'expérience des années 1990 en matière de réforme monétaire en contexte d'ajustement structurel.

Les prérogatives du Conseil de la Monnaie et du Crédit, en tant qu'autorité monétaire en charge de la formulation de la politique monétaire, sont définies clairement dans le nouveau cadre légal relatif à la monnaie et au crédit.

Le Conseil de la Monnaie et du Crédit (CMC) est investi, en vertu de l'article 62 de l'ordonnance relative à la monnaie et au crédit, des pouvoirs dans les domaines de la définition, des règles de conduite, du suivi et de l'évaluation de la politique monétaire. Sur la base de projections monétaires établies par la Banque d'Algérie, le Conseil fixe les objectifs monétaires, notamment en matière d'évolution des agrégats monétaires et de crédit et arrête l'instrumentation monétaire. Il établit les règles de prudence applicables aux opérations sur le marché monétaire. Il s'assure également de la bonne diffusion de l'information sur la place afin d'éviter les risques de défaillance.

Par ailleurs, 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". Ce cadre légal précise donc les responsabilités de la Banque d'Algérie en matière de conduite de la politique monétaire.

En matière d'objectifs de la politique monétaire et d'instruments de sa conduite, 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. La Banque d'Algérie propose également les instruments de politique monétaire de nature à assurer l'objectif assigné aux variables intermédiaires et à atteindre l'objectif ultime de la politique monétaire.

La programmation monétaire annuelle est effectuée sur la base des projections de la balance des paiements à moyen terme, des projections des finances publiques et des opérations du Trésor ainsi que de l'objectif du taux de change effectif nominal. Dans cette phase de conduite soutenue du programme de consolidation de la croissance, la programmation monétaire intègre pleinement le rythme et le profil des décaissements de la sphère budgétaire. Les prévisions de l'évolution des agrégats réels et de leurs déflateurs sont utilisées pour l'estimation du ratio de liquidité. Cependant, le cadre analytique repose plus sur l'analyse monétaire qui vise à évaluer les tendances de la masse monétaire et du crédit ainsi que de leurs composantes respectives. Aussi, les signaux pertinents quant à la tendance de l'inflation sont également recherchés.

Le Conseil de la Monnaie et du Crédit a maintenu l'objectif d'inflation de 3 % à moyen terme, comme objectif ultime de la politique monétaire. Il a, en la matière, précisé une fourchette allant de 3   4 % au titre de l'année 2007. En matière d'évolution des agrégats monétaire et de crédit, le Conseil a arrêté un objectif de croissance de M2 entre 17,5 % et 18,5 % et celle des crédits à l'économie entre 14 % et 15 %. Ces objectifs monétaires quantitatifs reposaient sur une hypothèse de prix moyen de 62,8 dollars/baril de pétrole et une forte augmentation du budget d'équipement par rapport à l'année 2006. De plus, la programmation monétaire n'intégrait pas le remboursement par anticipation en 2007 de la dette publique intérieure représentée par les avances de la Banque d'Algérie au Trésor, notamment l'avance exceptionnelle qui a servi au remboursement par anticipation, en 2006, de la dette extérieure envers les Clubs de Paris et de Londres.

En réalité, le prix moyen des hydrocarbures a atteint 74,95

dollars/baril en 2007, soit un prix moyen bien au-delà de l'hypothèse de 62,8 dollars/baril et correspondant à un accroissement de 19 %. Le surcroît de ressources provenant de la balance des paiements s'est traduit par une forte expansion des avoirs extérieurs nets par rapport aux estimations contenues dans la programmation monétaire, alors que l'excédent du Trésor a été moins élevé que celui prévu initialement dans la projection monétaire pour 2007.

Compte tenu de ces développements intervenus au cours du premier semestre 2007 en matière d'évolutions monétaires et de crédit, le Conseil de la Monnaie et du Crédit a effectué une revue de la situation monétaire. Le taux d'expansion de la masse monétaire M2 a été ainsi revu à la hausse, soit 22 - 23 %, début octobre 2007. Par contre, l'objectif d'inflation pour 2007 a été maintenu dans la limite de 4 %, malgré une croissance monétaire plus importante que prévue initialement. De plus, corrélativement à la fixation des objectifs d'évolution des agrégats monétaires et de crédit par le Conseil, les limites relatives aux opérations de la Banque d'Algérie sont de facto endogènes à la programmation monétaire aussi bien en flux qu'en stock.

En adoptant les objectifs quantitatifs de croissance des agrégats monétaires et de crédit pour 2007, ainsi que la révision de l'objectif cible pour le taux de croissance de M2, le Conseil de la Monnaie et du Crédit a souligné l'orientation désormais prospective de la politique monétaire face au renforcement de l'expansion de M2 et aux risques à la hausse pour l'inflation ; la politique monétaire contribuant à un environnement propice à une croissance durable.

Pour s'assurer de la réalisation des objectifs de la politique monétaire, le Conseil de la Monnaie et du Crédit a examiné, à deux reprises en 2007, les instruments de conduite de la politique monétaire ainsi que leur pertinence dans un tel contexte d'excès de liquidité structurel. Ainsi, la Banque d'Algérie a été dotée d'une instrumentation monétaire lui permettant de continuer à faire face à ce phénomène structurel, indice de l'existence de risques à la hausse pour la stabilité des prix à moyen terme.

En particulier, dans une période de risques inflationnistes croissants, provenant notamment de l'inflation importée, la gestion de l'excès de liquidités sur le marché monétaire émerge comme préoccupation majeure dans l'élaboration et la conduite de la politique monétaire, à mesure que la fonction de prêteur en dernier ressort n'est plus active depuis fin 2001 ; le marché monétaire étant de facto le quasi seul canal de transmission des impulsions de la politique monétaire à l'économie. L'amélioration en 2007, avec l'entrée en production en 2006 des deux systèmes des paiements, de la rapidité et de l'exhaustivité des données relatives à la liquidité bancaire a contribué à la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie.

Dans la conduite de la politique monétaire, et capitalisant sur les efforts soutenus en matière de projection des facteurs autonomes et de prévision de liquidité bancaire, la Banque d'Algérie a utilisé davantage l'instrument reprises de liquidités au cours de l'année 2007, aussi bien les reprises à sept jours que les reprises à terme (trois mois), laissant l'utilisation flexible de la facilité de dépôts rémunérés à l'initiative des banques.

Pour la conduite ordonnée de la politique monétaire, la Banque d'Algérie dispose d'une instrumentation monétaire qui porte aussi bien sur ses opérations avec les banques et établissements financiers hors marché monétaire (réescompte, prises et mises en pensions, avances) que sur ses opérations de marché (adjudications de crédits, open market et reprises de liquidité par appel d'offres) et le suivi de la réglementation en matière de réserves obligatoires.

Il est utile de rappeler que les instruments indirects de la politique monétaire ont été particulièrement renforcés à partir de 2002 par l'introduction en avril d'un nouvel instrument, à savoir la reprise de liquidités par appels d'offres (adjudications négatives), pour permettre à la Banque d'Algérie de faire face à l'excès de liquidité en tant que phénomène déterminant de l'évolution macroéconomique, en contexte d'absence de liquidité banque centrale. De plus, la persistance de la situation de grande liquidité des banques qui a caractérisé les années 2002, 2003 et 2004, a nécessité l'introduction par la Banque

d'Algérie en août 2005 de l'adjudication négative à trois mois, comme nouvel instrument permettant d'absorber les fonds prêtables sur le marché monétaire interbancaire considérés comme stables. En effet, la Banque d'Algérie a progressivement ajusté ses opérations de politique monétaire pour disposer d'un cadre opérationnel comportant un arsenal complet de dispositifs d'intervention, particulièrement dans cette période d'excès de liquidité de grande ampleur.

Le contexte d'excès de liquidité structurel qui a prévalu pleinement en 2007 a fait que la politique monétaire a été conduite principalement au moyen de l'instrument reprises de liquidité, instrument de marché monétaire, ainsi que la facilité de dépôts et ce, dans le but de rendre plus efficace le contrôle des agrégats monétaires avec un accent particulier sur l'agrégat base monétaire en tant qu'objectif d'ordre opérationnel. En effet, maintenir les agrégats monétaires sous contrôle reste un objectif avec une priorité relativement élevée.

Sous l'angle de la conduite au jour le jour de la politique monétaire, dans le respect du cadre opérationnel défini en la matière, la Banque d'Algérie a stabilisé le montant global des reprises à environ 450 milliards de dinars au cours des cinq premiers mois de 2007, pour ensuite l'ajuster à 1100 milliards de dinars à partir de mi-juin 2007, afin d'absorber davantage de liquidités. Aussi, les reprises de liquidités émergent comme le principal instrument actif de conduite de la politique monétaire, avec un rôle bien accru au second semestre 2007. La structure selon le terme des reprises a enregistré une modification, car la part des reprises à sept jours s'est accrue au second semestre 2007 pour atteindre 77 % à fin décembre 2007 contre 68 % à mi-juin 2007, 24 % à fin mars 2007 et 18 % à fin décembre 2006. L'encours des reprises à sept jours a enregistré une forte croissance en juin 2007 où il a atteint 822,14 milliards de dinars, pour ensuite connaître une relative stabilisation au second semestre et s'établissant à 852,16 milliards de dinars à la fin de l'année 2007. Corrélativement, en encours de fin de période, les reprises à trois mois sont de 247,84 milliards de dinars à fin décembre 2007, alors qu'elles étaient de 277,86 milliards de dinars à fin juin 2007 et 367,85 milliards de dinars à fin

décembre 2006.

Il importe de souligner que la modification de la structure selon le terme des reprises de liquidités, opérée par la Banque d'Algérie en juin 2007, répond à l'orientation prospective de la politique monétaire. En effet, la Banque d'Algérie a intégré dans la prévision de l'excès de liquidités les plans de financements des investissements de certaines entreprises d'importance en partenariat et ce, au moyen notamment du "project financing".

Si la facilité de dépôts rémunérés, mise en place en août 2005 par la Banque d'Algérie, est restée un instrument utilisé activement par certaines banques au cours de l'année 2007, afin de stériliser une partie de leur excédent de trésorerie, son rôle dans la conduite au jour le jour de la politique monétaire a été revue à la baisse d'une manière substantielle à partir de mi juin 2007 au profit de l'instrument reprises de liquidités, instrument de marché. La part relative de l'instrument facilité de dépôts rémunérés dans la résorption de l'excès de liquidités est tombée à 12,42 % à fin juin 2007, alors qu'elle était de 64,43 % à fin mai 2007 et d'environ 54,5 % au premier trimestre 2007. Malgré une relative augmentation de son rôle au quatrième trimestre avec un ratio de 19,67 % à fin septembre et 30,52 % à fin décembre, cet instrument a joué au second semestre 2007 un rôle plus en terme de réglage fin de la liquidité bancaire, sachant que cette dernière est en partie corrélative au profil de la fiscalité pétrolière. Enfin, il importe de rappeler que la facilité des dépôts est laissée à l'initiative des banques et donc sans limite.

L'instrument réserves obligatoires, dont le dispositif opérationnel a été redéfini en 2004, a constitué un autre instrument actif tout au long de l'année 2007, pendant que son coefficient (6,5 %) et son taux de rémunération (1 %) n'ont pas connu de modification en 2007. Ainsi, les réserves obligatoires, calculées en multipliant l'assiette des réserves par le coefficient des réserves, ont évolué en parallèle avec les moyens d'actions des banques, représentant entre 17 et 20 % des liquidités bancaires auprès de la Banque d'Algérie et contribuant ainsi à atténuer l'excès de liquidités en 2007.

Ainsi, la combinaison ordonnée des instruments reprises de liquidité, facilité de dépôts rémunérés et réserves obligatoires dans la conduite de la politique monétaire par la Banque d'Algérie montre la priorité accordée à l'amélioration de la régulation de la liquidité bancaire, en tenant compte des caractéristiques du moment et de l'évolution du marché monétaire interbancaire. L'efficacité de la politique monétaire dans la résorption de l'excès de liquidité peut être appréciée à travers le niveau et le trend des réserves libres des banques. Ces réserves sont restées faibles et relativement stables, environ 40 milliards de dinars, à l'exception de leur niveau de décembre 2007 (70,5 milliards de dinars en moyenne et 145,94 milliards de dinars en fin de période).

Ajusté à 1 % à mi-juin 2007 contre 0,30 %, corrélativement au relèvement des taux d'intérêts appliqués aux reprises à sept jours et à trois mois, le taux d'intérêt de la facilité de dépôts rémunérés reste le taux plancher par rapport aux taux applicables aux autres instruments d'absorption de liquidité par la Banque d'Algérie, formant ainsi une " fourchette " de taux. Avec un rôle revu à la baisse au second semestre 2007 en tant qu'instrument de conduite de la politique monétaire, et plus de réglage de la liquidité bancaire, le taux d'intérêt de la facilité de dépôts rémunérés a été abaissé à 0,75 % courant de la dernière semaine de décembre 2007. Par contre, corrélativement au rôle très important accordé aux instruments reprises de liquidités au second semestre 2007, la Banque d'Algérie a maintenu inchangé les taux d'intérêts de ces instruments après leur relèvement mi juin 2007, soit 2,5 % pour les reprises à trois mois et 1,75 % pour les reprises à sept jours contre respectivement 1,25 % et 2 % ; le taux des reprises à trois mois étant le taux élevé de la fourchette de taux appliqués par la Banque d'Algérie dans la résorption de l'excès de liquidité. Aussi, en mettant en place une "fourchette" de taux d'intérêt, la Banque d'Algérie accorde de facto une attention grandissante au taux d'intérêt à court terme au niveau opérationnel.

La conduite ordonnée de la politique monétaire au cours de l'année 2007, caractérisée par la poursuite de la reprise de l'expansion monétaire et des risques inflationnistes croissants, a

permis de mener à bien la stratégie de l'objectif d'inflation. Le taux d'inflation de 3,5 %, en moyenne annuelle, pour 2007 est en phase avec l'objectif ultime de la politique monétaire, exprimé en terme de stabilité à moyen terme des prix autour d'un taux d'inflation de 3 %.

Les prix de détail, mesurés par l'indice des prix à la consommation de la capitale (Grand Alger), ont donc augmenté de 3,5 % en 2007, en progression de 1 point de pourcentage par rapport à l'année précédente. Par contre, la hausse des prix à la consommation au niveau national est estimée à 3,9 % en moyenne annuelle en 2007 contre 1,8 % en 2006 et 1,9 % en 2005. En effet, l'inflation importée induite par la forte croissance des prix des produits alimentaires, notamment ceux des céréales et des produits laitiers, conjuguée à l'inflation relevant de causes endogènes, constitue un " choc " externe pour la stabilité des prix à moyen terme, objectif ultime de la politique monétaire, d'autant plus que l'année 2007 confirme la reprise significative de l'expansion monétaire.

Après le trend baissier du rythme de croissance monétaire (M2) entre 2001 (22,3 %) et 2005 (11,2 %), l'année 2007 confirme la reprise significative de l'expansion monétaire enregistrée à partir de 2006 dont l'effet inflationniste a été endigué par une conduite ordonnée des instruments indirects de la politique monétaire : reprises de liquidité, réserves obligatoires et facilité de dépôts rémunérés.

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



ERROR: syntaxerror  
OFFENDING COMMAND: --nostringval--

STACK:

(chap\_08\_07.qxd)  
/Title  
(  
/Subject  
(D:20080511124725)  
/ModDate  
(  
/Keywords  
(PDFCreator Version 0.8.0)  
/Creator  
(D:20080511124725)  
/CreationDate  
(Administrateur)  
/Author  
-mark-