

Point de situation sur le financement non conventionnel

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

Au préalable, il convient de revenir sur les facteurs ayant présidé à l'avènement de ce mode extrême de financement de l'économie.

La chute brutale des prix du pétrole, à partir de la mi-2014, avait fortement impacté les finances publiques, entraînant l'érosion rapide de l'importante épargne budgétaire accumulée sur plusieurs années, ainsi que la suspension de plusieurs projets publics en cours de réalisation.

En situation de rareté de sources de financements alternatifs, le financement extérieur étant exclu et face aux pressions croissantes sur les finances publiques, certains experts, faisant partie d'une « task force » installée auprès de la Primature, dans une note datée, d'avril 2017 et intitulée « le financement de l'économie : écueils et solutions possibles », avaient recommandé, avec insistance, comme une des solutions, face à la détérioration de la liquidité bancaire et aux difficultés de

financement de l'économie, le recours au financement dit non conventionnel(planche à billets).

1- Cette même note, avait été présentée à la Banque d'Algérie, en mai 2017, pour analyse et avis. Elle avait fait l'objet d'observations et de commentaires, en date du 18/06/2017, dont extraits ci-après :

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

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

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

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

De plus, si une telle option devait être envisagée, elle irait à l'encontre de la nécessaire consolidation budgétaire, envisagée dans le cadre budgétaire de moyen terme.

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

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

Les auteurs de la note estiment que « le volume maximal de la création monétaire (incluant réescompte, open market et QE) doit être de l'ordre de 1600 milliards de dinars, en 2017. Il est à noter que ce niveau d'intervention de la Banque d'Algérie dans le financement de l'économie est quasiment atteint, au cours des cinq premiers mois de cette année, sous la forme de 657 milliards de dinars de

refinancement (réescompte et opérations d'open market) et de 920 milliards de dinars de dividendes versés au Trésor et sans recourir au QE, encore moins dans sa forme de création monétaire sans contrepartie (planche à billets). Ce niveau pourrait être largement dépassé, pour autant que les banques progressent, en termes de matérialisation des effets privés et distribuent davantage de crédits sains à l'économie (en supposant que la demande de crédits évolue favorablement) ».

2- La Banque d'Algérie avait suggéré, dans sa réponse, entre autres, des démarches alternatives, telle que l'instrumentation, dans la phase intermédiaire, de l'article 53 de l'Ordonnance relative à la monnaie et au crédit, prévoyant la possibilité de placer une partie de ses fonds propres, en titres émis ou garantis par l'Etat.

Cette démarche était, par ailleurs, dûment confortée par le versement de dividendes substantiels *et prévisibles*, au profit du Trésor (610 milliards de DA en 2016 ; 920 milliards de DA en 2017 et 1.000 milliards de DA en 2018).

3- L'introduction de l'article 45 bis dans l'Ordonnance sur la Monnaie et le Crédit, en 2017, a institué la mise en place du financement monétaire du Trésor, par la Banque d'Algérie.

Dans cet article, seule la période de mobilisation des fonds a été dûment encadrée, fixée, exceptionnellement, à 5 ans.

En tout état de cause, la Banque d'Algérie est intervenue, dans ce cadre, en application de l'ordonnance relative à la monnaie et au crédit, telle qu'amendée par l'introduction de l'article 45 bis.

4- Face à ce nouveau contexte, la Banque d'Algérie, a été amenée à adapter sa politique monétaire et mettre en œuvre l'ensemble des instruments, à disposition, aux fins de pallier les éventuels effets inflationnistes d'un tel financement.

5- *La conduite de la politique monétaire en contexte de financement non conventionnel.*

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

Sur cet encours :

- un montant de 2.470 milliards de DA, a servi au financement du déficit du Trésor, au titre des années 2017 et 2018 et partiellement, au titre de l'exercice 2019 ;
- un montant de 1.813 milliards de DA, a contribué au remboursement de la dette publique à l'égard des entreprises nationales, Sonatrach et Sonelgaz, ainsi qu'au financement du remboursement de l'emprunt obligataire pour la croissance ;

- un montant de 500 milliards de DA, destiné à la Caisse Nationale de Retraite (CNR) pour le refinancement de sa dette à l'égard de la CNAS ;
- un montant de 1.773,2 milliards de DA, destiné au Fonds National d'Investissement pour les opérations de financement des programmes AADL, du déficit de la CNR et de projets structurants.

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

- un solde de 945,1 milliards de DA, est abrité au compte de Trésor auprès de la Banque d'Algérie, et donc non encore injecté dans l'économie.
- un montant de 656,7 milliards de DA, est logé dans le compte du FNI auprès du Trésor dans la perspective de son utilisation, en fonction des besoins avérés.
- un montant de 1.830 milliards de DA, fait l'objet d'une stérilisation par la Banque d'Algérie, à travers ses différents instruments.

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

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

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

L'utilisation appropriée de ces instruments a permis de stériliser l'excédent de liquidité induit par le programme de financement monétaire.

En conséquence, le taux interbancaire sur le marché interbancaire à 7 jours a oscillé autour de 2,5%, un peu en dessous du taux directeur, comme on pouvait s'y attendre dans un environnement d'excédent de liquidité important. En conséquence, le taux directeur continue de signaler l'orientation de la politique monétaire avec pour objectif le maintien de la stabilité des prix.

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

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

Compte tenu des développements macroéconomiques et monétaires, la Banque d'Algérie a ajusté, en février 2019, certains paramètres des instruments à sa disposition.

En effet, la liquidité bancaire générée par les facteurs autonomes a enregistré, durant le mois de janvier 2019, une importante augmentation, se situant, au 06 février 2019, à un niveau de près de 2 000 milliards de dinars.

L'encours moyen de la liquidité, durant le deuxième semestre de l'année 2018, s'est établi à 1 482 milliards de dinars, avec un maximum de 1 650 milliards de dinars en juillet et un minimum de 1 275 milliards de DA, en septembre 2018.

Face à l'objectif de la réserve obligatoire de 1 016 milliards de dinars (avec un taux de 10%), les facteurs autonomes ont généré,

à cette date, une réserve excédentaire de près de 1.000 milliards de dinars.

Le Comité des Opérations de Politique Monétaire réuni, en sa séance du jeudi 14 février 2019, a décidé de relever le taux de la réserve obligatoire à 12%, applicable, à compter du 15 février 2019, aux fins de stériliser le fort accroissement de l'excès de liquidité, observé au cours des deux derniers mois et de s'assurer que le marché interbancaire demeure suffisamment profond. Cela devrait permettre de maintenir le taux d'intérêt à sept jours, proche du taux directeur de la Banque d'Algérie et de diminuer les coûts liés à l'absorption de l'excédent de liquidité.

Il convient de signaler, qu'à fin février 2019, la liquidité globale des Banques s'établissait à 1.895,6 milliards de DA.

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

Par ailleurs, il est important de souligner que l'inflation sur la période 2017 à ce jour, a connu une évolution maîtrisée. En effet, mesurée par l'indice des prix à la consommation, l'inflation, en moyenne annuelle, est passée de 5,6% en 2017, à 4,3% en 2018 et à 4,1% en février 2019.