

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



**THESE en vue de l'obtention Du Doctorat en Sciences Economiques
monétaires et finances
Option : finance**

Politiques monétaires et croissance économique dans les pays du Maghreb

Présenté et soutenu publiquement par :

Mr BENDAHMANE Mohammed el Amine

Sous la direction du: Pr. TAOULI Mustapha Kamel, université de Tlemcen.

Jury :

- Pr Benbouziane Mohamed Université de Tlemcen Président
- Pr TAOULI Mustapha Kamel, université de Tlemcen encadreur.
- Pr Kerzabi Abdellatif université de Tlemcen examinateur.
- Pr Dani Kibir Maachou université de Sidi Belabbes examinateur.
- Pr Amrani Abdenour Kamardine université de Sidi Belabbes examinateur.
- Dr Djediden Lahcen centre universitaire Ain Temouchent examinateur.

Années universitaire : 2015-2016

« C'est uniquement parce que nous sommes libres dans le choix de nos moyens que nous sommes aussi libres dans le choix de nos fins. La liberté économique est par conséquent une condition indispensable de toute autre liberté »

.....Friedrich HAYEK

Remerciement :

Je tiens tout d'abord à remercier mon directeur de thèse, TAOULI Mustapha Kamel, Professeur à l'université de Tlemcen pour avoir proposé, accepté et encadré cette thèse. je le remercie aussi de m'avoir conseillée et soutenue dans mon travail.

Mes remerciements vont également à Monsieur le Professeur Benbouziane Mohamed pour la gentillesse et la patience qu'il a manifestées à mon égard durant cette thèse.

Je tiens à remercier tous les membres du jury, qui m'ont fait l'honneur de lire et d'évaluer mon manuscrit et de participer à mon jury de thèse.

Je voudrais également remercier tous les enseignants – chercheurs à l'université de Tlemcen et Maalache Abdrzake , mes collègues doctorants, tous mes proches et amies.

Un grand merci à mon Père ma Mère, ma Femme, mon frère et sœur, mes deux grands mère, pour leur amour, leur soutien sans faille, et à tout ce qu'ils ont pu m'apporter pour franchir les obstacles les plus difficiles.

A tous je renouvelle mon affection et ma profonde estime

DEDICACES

- A mon père**
- A ma mère**
- A ma femme**
- A mon frère**
- A ma sœur**
- A mes deux grands-mères**
- A mes beaux-parents et Chafika**

Résumé :

Les courants de pensée néo-classiques ont mis l'accent sur la crédibilité de la banque centrale comme facteur d'efficacité de sa politique monétaire vu sous l'angle de la réalisation de son objectif final qui n'est autre que la stabilité interne et externe des prix. C'est ainsi que, dans le contexte de pays du Maghreb, des réformes allant dans le sens du renforcement de l'indépendance et de la crédibilité de la banque centrale en matière de stabilisation des prix ont vu le jour.

Fort du constat que dans ces pays, on note de fort taux de croissance cohabitant avec une inflation de plus en plus non maîtrisée - signe de non efficacité et de non crédibilité – nous nous sommes proposé dans cette thèse de ressortir l'impact de la politique monétaire sur la croissance économique de la sous-région.

Le modèle économétrique théorique utilisé a été un modèle de croissance endogène dérivé du modèle de Solow. À partir de ce modèle, nous avons opté pour l'utilisation des méthodes économétriques de panel à l'effet de procéder à l'estimation de l'équation de croissance. Cette équation à laquelle nous avons ajouté un indice simple de crédibilité de la politique monétaire préalablement construit, a servi d'instrument théorique à notre analyse empirique.

L'estimation faite sur la base des données issues de la Banque Mondiale et de la fmi sur L'Algérie, Tunisie et Maroc dans une période allant de 1990 à 2012.

donne un résultat contraire à l'hypothèse d'étude, à savoir que la crédibilité de la politique monétaire en matière de stabilité des prix aurait nécessairement un impact positif sur la croissance économique.

Cette contradiction nous a conduit à recommander pour notre part la promotion d'une politique monétaire orientée principalement vers l'amélioration de la croissance économique des Etats de la sous-région, mais sans préjudice de la contrainte de stabilité des prix.

Mots Clés : Econométrie des données de panel ; Stabilité des prix ; Crédibilité de la politique monétaire (CPM) ; Croissance économique.

Abstract:

The latest current of classic school has put emphasis on central bank credibility and therefore Monetary policy credibility as factor of efficiency of the monetary policy in terms of realisation of final objective. That is how in the Maghreb countries, we have seen monetary reforms which going implicitly in the direction of reinforcing independence and therefore central bank credibility in terms of the realization of stability of price objective.

In this zone, we note height growth rate merged with uncontrolled inflation rate, sign of unefficiency and uncredibility. This work is proposing to come out with the impact of the search for a greater credibility by the central bank of the sub-region on economic growth.

The theoretical econometric model used is an endogenous growth model derives from Solow model. From this model, the utilization of panel's econometric method to proceed for the estimation of growth equation has been adopted. This equation in which is added a simple index of monetary policy credibility previously constructed has been the basis of our empirical investment. The estimation in panel data based on World Bank and IMF data covering Algeria Tunisia and morocco and 1990 – 2012 periods leads to a contrary result with respect to the previous study hypothesis; According to that hypothesis monetary policy credibility may have a positive impact on economic growth. This leads to recommend a monetary policy geared towards the amelioration of Maghreb countries economic growth with the constraint of price stability.

Key words: *Panel data econometrics; Price stability; Monetary Policy Credibility; Economic Growth.*

ملخص

ركزت المدارس النيو كلاسيكية على مصداقية البنك المركز كعامل من عوامل كفاءة السياسة النقدية لتحقيق الأهداف النهائية استقرار الأسعار في الداخل والخارج. و معدلات النمو الاقتصادية جيد في بلدان المغرب العربي.

فالإصلاحات على غرار تعزيز استقلالية ومصداقية البنك المركزي في استقرار الأسعار أدت الى تحقيق معدل نمو مرتفع تزامنا مع التضخم متزايد علامة على عدم كفاءة ومصداقية السياسة النقدية. كان النموذج الاقتصادي القياسي النظري المستخدم هو نموذج النمو الداخلي المستمدة من نموذج سولو.

بتقنية " *panel's econometric method* "

قمنا باستخدام هذه التقنية من أجل تقدير معادلة النمو. هذه المعادلة التي أضفنا اليها مؤشر بسيط هو مصداقية السياسة النقدية التي حسبت سابقا .
التقدير يتم على أساس بيانات من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي على الجزائر وتونس والمغرب في فترة **1990-2012**.

ألا انه حصلنا على نتيجة تنافي الفرضية المطروحة ، وهي أن مصداقية السياسة النقدية لاستقرار الأسعار سيكون لها بالضرورة تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي.
هذه النتيجة أدت بنا إلى تقديم بعض التوصيات لتعزيز السياسة النقدية و تحسين النمو الاقتصادي في دول المنطقة دون المساس في استقرار الأسعار.

الكلمات المفتاحية

لوحة بيانات الاقتصاد القياسي. استقرار الأسعار. مصداقية السياسة النقد ، النمو الاقتصادي.

Sommaire

<u>Introduction général:</u>	17
Partie 1 : fondement théorique de la politique monétaire et la croissance économique.	23
Introduction de la partie :	26
Chapitre 1 : La politique monétaire.	27
Introduction :	27
Section 1 : Définition et mise en œuvre de la politique monétaire.	27
1-1: de la monnaie voile aux politiques volontaires issues de la théorie keynésienne.	28
1-2: le retour au monétarisme, monétaristes et nouveaux classiques.	29
1-3: les objectifs de la politique monétaire.	30
Section 2 : Les instruments de pilotage de la création monétaire.	32
2-1: Les instruments de contrôle direct.	32
2-2: Les instruments de contrôle indirect.	32
Section 3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire.	36
3-1: Canal du taux d'intérêt.	37
3-2: Le canal du crédit.	38
3-3: Canaux des prix d'autres actifs.	39
Section 4 :Le lien entre le marché monétaire et le marché financier	45
4-1: Le marché monétaire:	45
4-2: Le marché financier:	47
4-3 : Articulation entre les marchés financiers et monétaire.	51
Conclusion :	54
Chapitre 2 : la croissance économique	55
Section 1: Définition, indicateur de la croissance, fonction de production usuelle.	55
1-1: Concept de la croissance économique.	55
1-2: Articulation entre la croissance économique et la production.	55
1-3: Les indicateurs de la croissance économique.	57

1-4: Les indicateurs de la croissance économique.	60
Section 2 : La théorie de la croissance économique selon les classiques et les néoclassiques.	65
2-1: Classiques.	65
2-2: Néoclassiques.	69
2- 3: Comparaison entre les théories	71
Section 3 : Le model de la croissance endogène.	74
3-1: De la croissance exogène a la croissance endogène.	74
3- 2: Les théories endogènes de la croissance.	77
3-3: Apports et limites des modèles de croissance endogène.	82
Conclusion :	86
Conclusion de la partie	87
Partie 2 : Efficacité et performance économique de la politique monétaire :	88
Introduction de la partie	91
Chapitre 1 : Politique monétaire et stabilité, croissance, performance économique.	92
Introduction :	92
Section 1: La relation selon la revue de la littérature entre croissance et politique monétaire.	92
1-1: Croissance économique et stabilité macroéconomique et performance économique.	92
1- 2 : L'effet de l'instabilité de l'environnement de la politique monétaire sur la croissance économique.	99
1-3: Effet d'instabilité de la politique monétaire sur la performance économique.	102
Section : 2 La crédibilité, facteur d'efficacité de la politique monétaire.	109
2-1:L'acquisition de la crédibilité.	109
2- 2: L'indépendance de la banque centrale.	111
2-3: Mesures de la crédibilité.	113

Section 3 : Les cycles économiques :	119
3-1 : Définition du cycle économique	119
3-2 : Les théories économiques du cycle	121
Section 4 : Le lien entre croissance économique et croissance Boursier	124
4-1 : La théorie du lien entre croissance économique et Bourcier	124
4- 2 : Mesures du développement et la croissance du marché financier	126
Chapitre 2 : Politique monétaire, croissance économique : investigation empirique sur les pays du Maghreb (Algérie Tunisie Maroc).	129
Introduction :	129
Section 1: la politique économique des trois pays.	129
1-1: Politique économique algérienne.	129
1-2 :politique économique marocaine.	135
1-3: politique économique tunisienne.	141
Section 2 : Présentation du model empirique :	146
2-1 : Revue de la littérature empirique.	146
2-2 : Méthodologie de l'étude.	148
Section 3 : Résultats des estimations et tests.	152
3-1 : Présentation des résultats de l'estimation par les MCO	152
3-2 : Présentation des résultats de l'estimation avec effet fixe	153
3-3 Présentation des résultats de l'estimation avec effet aléatoire	154
Conclusion :	154
Conclusion de la partie :	156
Conclusion générale	157



Liste des tableaux

<u>N° de tableau</u>	<u>Titre</u>	<u>Page</u>
Tableau 1	Action sur la base monétaire, multiplicateur et masse monétaire	33
Tableau 2	Les théories de la croissance économique	72
Tableau 3	Le principe de ces travaux sur la stabilité macroéconomique	98
Tableau 4	Les principaux travaux de l'instabilité de la politique monétaire sur la performance économique.	108
Tableau 5	Resultats de MCO estimation	153
Tableau 6	test effet fixe	153
Tableau 7	Teste effet aléatoire	154



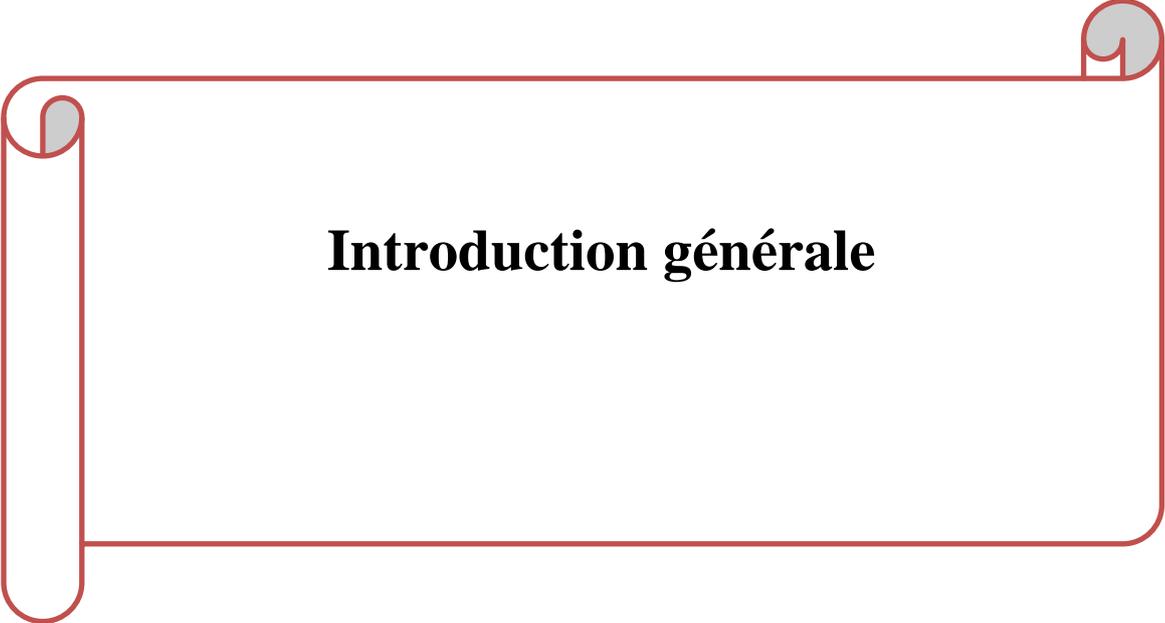
Liste des figures

<u>N° de figure</u>	<u>Titre</u>	<u>Page</u>
figure1	le carré magique de Kaldor	27
Figure2	La courbe de Phillips aux États-Unis dans les années 1960	29
Figure 3	Présentation synthétique de l'opération d'open market	34
Figure 4	Model IS- LM	40
Figure 5	Financement direct et indirect	50
figure 6	La double nature de l'investissement cher Domar.	68
Figure 7	Le modèle de croissance néoclassique.	70
Figure 8	Les phases du cycle	120



Liste des annexes

<u>Annexe</u>	<u>Titre</u>	<u>N° page</u>
Annexe 1	Tableau des données utilisées	169
Annexe 2	Synthèse des études empirique réalisée sur la politique monétaire et la croissance économique	171
Annexe 3	Graphe pour les différents variables de l'étude	174
Annexe 4	Resultats de MCO estimation	178
Annexe 5	test effet fixe	179
Annexe 6	teste effet aléatoire	180
Annexe 7	Hausman test	181

A decorative border in a dark red color, shaped like a scroll. It has rounded corners and a vertical strip on the left side that looks like a scroll's binding. The text is centered within this scroll.

Introduction générale

Introduction générale :

Au début de 20^{ème} siècle la politiques monétaire qui se charge de l'objectif de la stabilité économique en général et de la stabilité des prix en particulier. Le grand rôle de la monnaie dans l'explication des phénomènes économiques est de longtemps au cœur des préoccupations des économistes. Depuis les travaux de **Say (1803)** qui énoncent que l'offre crée sa propre demande, les économistes ont débattu sur la problématique du voile monétaire. D'un côté, les meneurs de l'idéologie classique considèrent qu'il existe une dichotomie parfaite entre secteur réel et monétaire, la monnaie ne permettant que le passage de l'un à l'autre des pôles. Et d'un autre côté, c'est autour des travaux de **Walras (1900), Fisher (1911), de Wicksell (1898) et de Pigou (1918)** que s'organise l'évolution de la théorie de la monnaie et de l'intérêt depuis le début du siècle dernier jusqu'à la première guerre mondiale.

Or, on constate dans l'analyse macroéconomique contemporaine l'émergence d'un consensus à propos de l'impact important de la monnaie et de la politique monétaire sur l'activité économique, dans les débats portant sur la théorie « néoclassique » de la croissance et ce depuis les articles fondateurs de **Keynes** mène leur travaux 1950 et 1960 étudient les effets de la monnaie sur l'activité économique en construisant un modèle structurelle. Ce qui veut dire que les keynésiens examinant la relation entre politique monétaire et croissance économique, comme une relation entre les taux d'intérêt et les dépenses d'investissement. Par contre **Milton Friedman** et ces élèves dans les années 1960 analysent l'effet exercé par la masse monétaire sur la croissance économique en faisant comme si l'économie et une boîte noire renfermant un point d'interrogation pour mieux saisir le plein effet de M sur Y. **Tobin 1965** montre que la monnaie est capable d'influer sur le niveau d'activité en modifiant le portefeuille des ménages. **Sidrauski 1967** prend une position diamétralement opposée, Il suppose que la monnaie entre dans la composition de la fonction d'utilité des ménages car elle fournit un flux de services issus de sa détention.

La littérature moderne sur ce thème date d'autres travaux. D'une part, Levine & Renelt (1992), Roubini & Sala-i-Martin (1992), Fisher (1993) et Barro (1996) Gomme (1993), Marquis & Reffett (1995), Jones & Manuelli (1995), Palivos & Yip (1995) et Zhang (1996) montrent qu'un accroissement de la création monétaire et de l'inflation réduit la croissance. A l'opposé, Van der Ploeg & Alogoskoufis (1994) ainsi que Mino & Shibata (1995), Bullard & Keating (1995) McCandless & Weber (1995) Bordo, Choudhry et Schwartz (2002) donnent un certain nombre de conditions sous lesquelles une politique monétaire inflationniste peut

stimuler la croissance économique et que des politiques monétaires expansionnistes sont des instruments appropriés pour combattre efficacement les crises financières.

L'origine des analyses théoriques sur la crédibilité et l'indépendance est la mise en évidence par Kydland et Prescott (1977) du problème d'incohérence temporel et la volonté de résoudre ce problème en particulier dans le cas de la politique monétaire. C'est ainsi qu'ils proposent comme solution l'adoption d'une politique fondée sur une règle. En faisant les hypothèses d'anticipations rationnelles, de réaction optimale des agents dans un environnement qu'ils connaissent bien, d'une courbe d'offre confondue à la courbe de Philips avec anticipations rationnelles à la Lucas (1972) et de l'existence d'un arbitrage entre les bénéfices et les coûts de l'inflation, ils montrent la prédominance d'une politique monétaire fondée sur une règle par rapport à une politique discrétionnaire.

Depuis dix ans, aussi bien, les trois pays du Maghreb ont réussi à maîtriser relativement leur inflation, et leurs cours de change ont été stabilisés. Le rapprochement n'est pas souvent fait, alors qu'il paraît déterminant : l'argent n'est plus seulement envoyé au pays pour le soutien familial, il y est investi et épargné. Il tente de profiter du différentiel de pouvoir d'achat qui existe entre les deux rives de la Méditerranée.

Après des années de dirigisme et de participation de l'Etat, un système économique ayant montré ses défaillances, les pays Maghrébins ont vite fait de lancer un vaste programme de réformes visant le passage d'une économie d'endettement à une économie de marché. L'un des principaux chantiers est la création de marchés financiers capables de drainer l'épargne aux emplois les plus productifs. En effet, le système bancaire des pays maghrébins, était, avant la première phase de la libéralisation financière des années 90 caractérisé par une étroitesse, une faible profondeur et une non diversification. Cette situation résultait d'un ensemble de causes parmi lesquelles on peut citer :

- une économie située dans ces premières étapes de développement conditionnant le niveau de développement financier;
- une faiblesse du niveau de revenu des ménages et de la plupart des agents économiques ;
- un manque d'infrastructure financière ;
- une intervention du gouvernement dans le système financier et une expérience de répression financière ;
- un cadre légal et règlementaire non attractif et une gestion prudentielle non rigoureuse ;
- une gestion monétaire non rigoureuse et non performante ;

- rareté des compétences en matière de gestion financière et technique.

La nécessité de mobiliser l'épargne (public et privée), et surtout d'assurer une allocation efficiente des ressources financières, commandait une réforme et un approfondissement des systèmes financiers. C'est dans ce sens que les politiques de libéralisation financière ont été initiées.

Depuis les années 90, les pays du Maghreb, à l'instar de nombreux pays dans le monde, ont engagé plusieurs réformes visant la libéralisation de leurs économies axées principalement sur le secteur bancaire, avec une attention accordée à la modernisation. « Le développement substantiel de ce dernier est une condition nécessaire à une libéralisation financière complète ». Le marché financier devrait d'une part aider à la diversification du système financier, et surtout à créer la concurrence vis-à-vis du système bancaire, pour plus d'efficience dans ce dernier. Et d'autre part, il concourt au développement économique et est considéré comme l'instrument adéquat pour la réalisation des programmes de privatisation, la mobilisation de l'épargne et sa canalisation vers l'investissement productif. Il joue également un rôle appréciable dans l'amélioration de la gouvernance des entreprises et l'attractivité des capitaux étrangers.

Toutefois, la dynamique et l'invisibilité d'un marché boursier d'un pays est tributaire d'une part du niveau du revenu national, du cadre légal institutionnel, réglementaire et fiscal, de l'environnement macroéconomique et de la stabilité politique, la gouvernance d'entreprise, la sécurité des droits de propriété et d'exécution des contrats. Et d'autre part, du niveau de modernisation de l'organisation et du fonctionnement de ce marché. En effet, les réformes engagées par les pays maghrébins ont été axées dans ce sens.

Ce travail de thèse est le résultat d'un choix initial : celui de l'économie et du «politique monétaire» comme terrain de recherche et d'application ; celui de la théorie de la croissance endogène comme cadre conceptuel de référence ; celui de crédibilité de la politique monétaire comme sujet d'observation et variable d'action.

Cette thèse a pour objectif d'examiner l'effet de la politique monétaire sur la croissance économique dans les trois pays du Maghreb (Algérie, Tunisie, Maroc) en utilisant un modèle de croissance endogène en donner de panel sur la période allant de 1990-2012.

Notre question central est la suivante :

Est-ce que la politique monétaire dans les pays du Maghreb est-elle crédible et favorable à la croissance économique ?

Nous avons l'hypothèse suivante comme une réponse initiale :

il y'a un impact positive de la crédibilité de la politique monétaire sur croissance économique.

Pour pouvoir répondre à notre problématique et vérifier ses hypothèses, nous allons Restructurer notre travail en deux partie :

La premier partie présente les concepts fondamentaux de la politique monétaire et la croissance économique ainsi les instruments les théories et les modèles de la croissance économique. Ainsi cette partie s'articule autour de six titres. Le premier titre, définition et mise en œuvre de la politique monétaire concerne les différentes définition et concepts de la politique monétaire.

Le deuxième titre présente Les instruments de pilotage de la création monétaire.

Le troisième donne une projection sur les canaux de transmission de la politique monétaire Le quatrième repose sur l'étude des principales Concepts de la croissance économique et l'articulation entre la croissance économique et la production. Le cinquième donne une attention particulière a La théorie de la croissance économique selon les classiques et les néoclassiques. En fin, une sixième section qui concerne une étude particulière sur le modèle de la croissance endogène.

La deuxième partie est consacré aux efficacité et performance économique de la politique monétaire qui cherche a réaliser souvent les principaux objectifs: le plein emploi, la stabilité des prix, une croissance soutenue et enfin l'équilibre de la balance des paiements. Pour réaliser ces objectifs, l'état dispose d'un ensemble de moyen et d'instruments d'action. A long terme, ces instruments constituent essentiellement en la modification des structures de l'appareil de production. A court terme ils ont pour but de neutraliser les turbulences conjoncturelles.

Nous allons traiter dans le premier titre nous allons étudier la relation existant selon la revue de la littérature entre Politique monétaire et Stabilité, croissance, performance économique.

Le deuxième titre nous concentrant sur le terme de la crédibilité comme facteur d'efficacité de la politique monétaire.

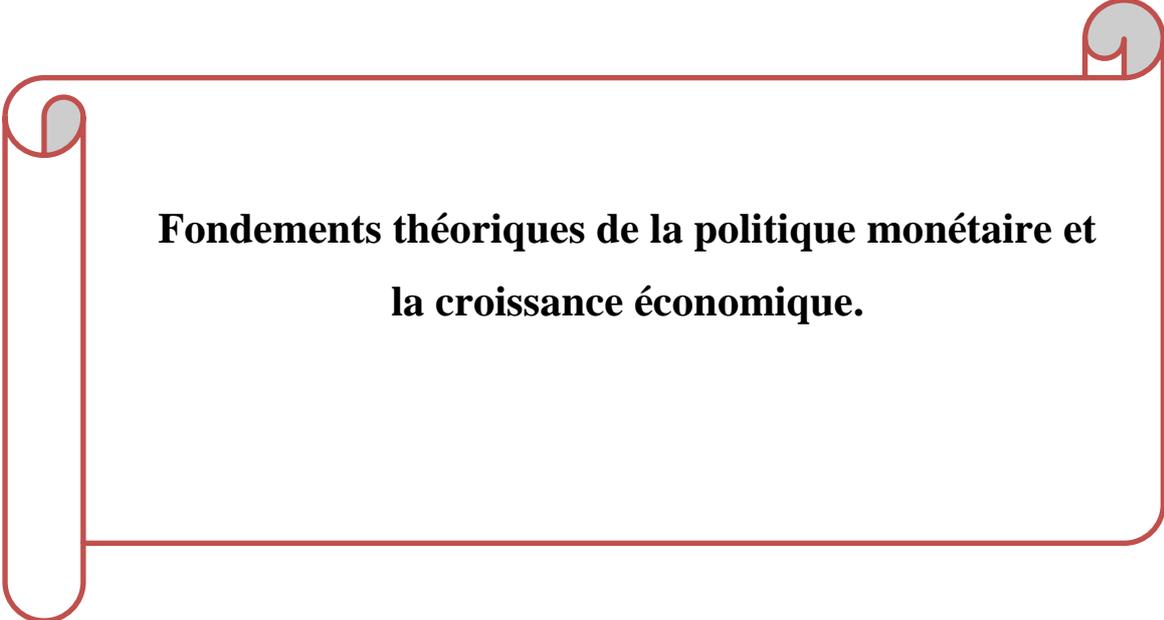
Dans le troisième titre est consacré à la conduite de la politique monétaire et performance économique dans les trois pays Algérie, Tunisie et Maroc en traitant les trois importantes étapes; c'est-a-dire la politique monétaire pendant la période de l'économie planifiée 1970-

1989, deuxièmement la période des réformes économiques 1990-1998 et finalement la phase de l'instauration de l'économie de marché après le programme d'ajustement structurel.

Le quatrième titre est réservé à la Revue de la littérature empirique, puis le cinquième au Méthodologie de l'étude.

Et enfin le sixième titre ou en va traitait les résultats des estimations et les tests sur un modèle de croissance endogène dérivé du modèle de Solow. À partir de ce modèle, nous avons opté pour l'utilisation des méthodes économétriques de panel à l'effet de procéder à l'estimation de l'équation de croissance. Cette équation à laquelle nous avons ajouté un indice simple de crédibilité de la politique monétaire préalablement construit, a servi d'instrument théorique à notre analyse empirique. L'estimation faite sur la base des données issues de la Banque Mondiale et de la fmi sur L'Algérie, Tunisie et Maroc dans une période allant de 1990 à 2012.

Partie 1



**Fondements théoriques de la politique monétaire et
la croissance économique.**

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

« Il est appréciable que le peuple de cette nation ne comprenne rien au système bancaire et monétaire. Car si tel était le cas, je pense que nous serions confrontés à une révolution avant demain matin »...

...Henry Ford

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Introduction de la partie

Chapitre 1 : La politique monétaire.

Section 1: Définition et mise en œuvre de la politique monétaire.

Section 2: Les instruments de pilotage de la création monétaire.

Section 3: les canaux de transmission de la politique monétaire.

Section 4: Le lien entre le marché monétaire et le marché financier :

Chapitre 2 : la croissance économique

Section 1: Définition, indicateur de la croissance, fonction de production usuelle.

Section 2: La théorie de la croissance économique selon les classiques et les néoclassiques.

Section 3: le model de la croissance endogène.

Conclusion de la partie :

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Introduction :

La politique monétaire est une composante importante de la politique économique d'ensemble. La Banque centrale est généralement chargée d'exécuter cette politique. Elle doit coopérer avec les autres autorités pour atteindre les objectifs recherchés compte tenu de l'interdépendance entre les Différentes politiques économiques (en particulier, la politique budgétaire). S'agissant de la mise en place de la politique monétaire, dans les dernières décennies ont été marquées par la large adhésion des banquiers centraux aux trois principes suivants :

- A long terme, l'objectif principal de la politique monétaire est de stabiliser la valeur de la monnaie. Il n'en demeure pas moins que la Banque centrale doit s'occuper de la stabilité du système périphérique
- La règle de la politique monétaire est appréciable à la politique discrétionnaire.
- La crédibilité de la Banque centrale est considérée comme une condition majeure pour atteindre l'objectif recherché. A ce propos, l'indépendance de la banque centrale a été considérée comme le gage de sa crédibilité.

Au cours des années quatre-vingt-dix, un large consensus s'est dégagé concernant la politique monétaire a pour objet de procurer à l'économie la masse monétaire nécessaire à la croissance économique et à la réalisation du plein emploi tout en respectant la stabilité de la monnaie au niveau interne (stabilité des prix) et au niveau externe (stabilité du change). Dans ce cadre il n'y pas de politique monétaire sans un débat théorique sur le rôle de la monnaie (monnaie passive ou monnaie active). C'est ce débat qui a enrichi et alimenté les réflexions sur la politique monétaire contemporaine. Les autorités de niveaux et compétentes se fixent des objectifs monétaires (contrôle de la croissance de la masse monétaire, ajustement des taux d'intérêt) dont la réalisation et l'exécution nécessite le recours à un certain nombre d'instruments spécifiques.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Chapitre 1 : La politique monétaire

Introduction :

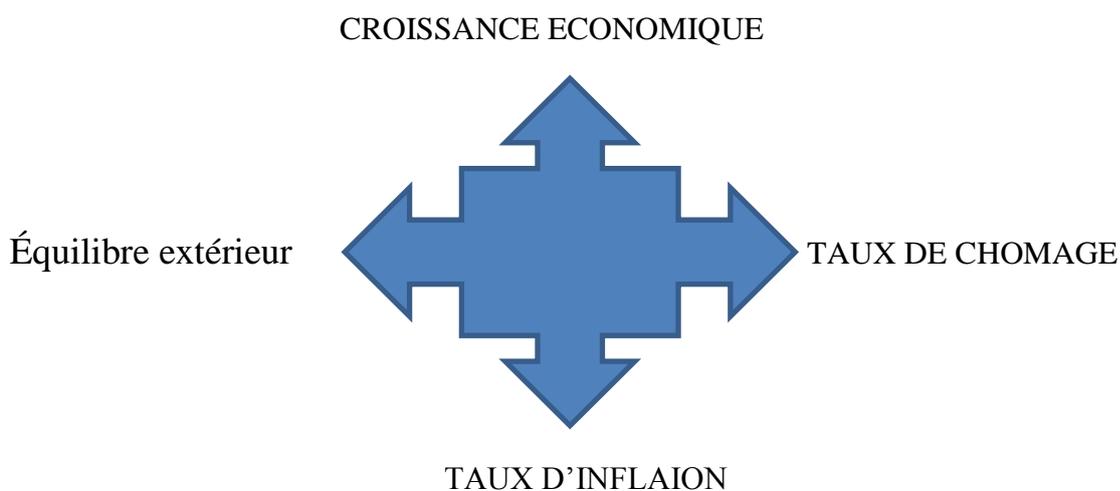
Tel qu'il a été précisé plus haut, la mise en place d'une politique monétaire suppose de choisir un objectif, d'identifier des objectifs intermédiaires et de choisir les instruments adéquats pour atteindre cet objectif final. L'objectif final devrait dépendre des caractéristiques du pays considéré et des missions accordées aux autorités monétaires. Il est généralement conforme à leur lois et traditions.

Pour atteindre l'objectif final, l'objectif intermédiaire doit présenter un lien clairement établi avec l'objectif final. Il doit être contrôlable par les autorités monétaires et remplir un rôle d'annonce pour les opérateurs économiques.

Section 1: Définition et mise en œuvre de la politique monétaire.

-La politique monétaire est un ensemble des processus et des actions mises en place par les états et les banques centrales dans l'objectif d'atteindre le carré magique de Kaldor¹ c'est-à-dire : la stabilité des prix, la croissance, l'emploi et l'équilibre extérieur Ce carré est qualifié de « magique » car, selon Kaldor, il est impossible de réaliser ces quatre objectifs simultanément. En effet, par exemple, selon la courbe de Phillips, il n'est pas possible d'avoir en même temps un taux de chômage et un taux d'inflation faibles, ces deux attributs étant négativement corrélés. (figure1).

(figure1): le carré magique de Kaldor.



¹ Jacques Généreux, « les politiques économiques », édition Seuil 1996, page 5.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

- « La politique monétaire fait référence à l'ensemble des messages et signaux qui sont envoyés par les autorités monétaires (la Banque centrale) aux agents privés afin d'influencer sur les anticipations et les comportements de ceux-ci ».²

1-1 : De la « monnaie voile » aux politiques volontaires issues de la théorie keynésienne.

Le caractère de voile de la monnaie est bâtie à partir de trois bases dont : (i) l'ensemble des intérêts individuels détermine l'intérêt collectif, sans besoin d'intervention ; (ii) l'offre crée sa propre demande, la monnaie véritable n'étant rien d'autre que les produits et ; (iii) la masse monétaire en circulation détermine le niveau général des prix, selon le mécanisme de la théorie quantitative. Ces bases montrent selon Adam Smith (1776) que la monnaie n'apparaît que pour simplifier le troc.

D'où l'impossibilité de la surproduction. Ils préservent en outre l'harmonie universelle et naturelle et l'ensemble théorique reste cohérent ; car en économie de troc, la loi de Say est vérifiée « les biens s'échangent contre des biens »³. Cette formulation devait être formalisée par Irving Fisher dans la théorie quantitative de la monnaie, au terme de laquelle la masse monétaire ne détermine que le niveau général des prix ou la masse monétaire (mass) multiplier par la vitesse de la circulation de la monnaie (V) est égal au volume de production (Y) multiplier par le niveau générale des prix en supposons dans cette théorie que V est stable et Y déterminer par les facteurs de production disponibles et la productivité de ces facteurs, est toute variation de la masse monétaire se traduit par une variation de P.

Puis que toute augmentation de la masse monétaire ne change rien dans la production général, se traduit par une hausse dans l'inflation donc on peut lutter contre l'inflation en maîtrisant notre masse monétaire. Sans conséquence sur la production.

En réaction des résultats catastrophique enregistré après la crise économique de 1929 à cause la restriction monétaire, Keynes allait s'inscrire en faux contre la théorie classique en estimant notamment que :

-la monnaie peut être désirée par elle-même.

-les pris sont fixes à court terme.

² De Boissieux « Monnaie et économie », Economica, 1998

³ Jean-Baptiste Say (1767-1832) est le principal économiste classique français

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

-l'offre ne crée pas sa propre demande mais dépend de la demande anticipée par les entrepreneurs, concept de la « demande effective ».⁴

La théorie keynésienne montre que la politique monétaire est très importante pour arriver au plein emploi auquel les lois du marché ne mènent pas spontanément.

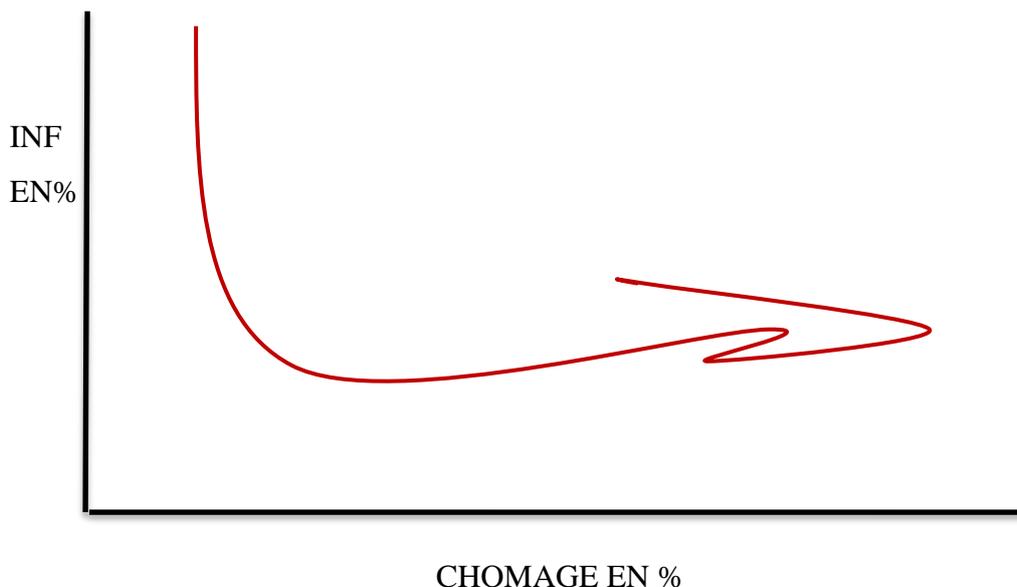
Dans une position de sous-emploi, il convient d'augmenter la quantité de la monnaie pour que les taux d'intérêt diminuent et que, en conséquence, l'investissement accroisse, jusqu'à ce que le plein emploi soit réalisé. Ce mécanisme n'est pas préjudiciable à l'épargne, celle-ci dépendant du revenu, mais ne dépendant pas des taux d'intérêt.

Cette logique keynésienne a inspiré les politiques économiques occidentales après la Seconde guerre mondiale, jusqu'aux années soixante-dix où il y avait une crise économique, marquée par la conjonction d'une augmentation du chômage et l'explosion de l'inflation, qu'elle a mené à des pratiques monétaires « orthodoxes ».

1-2 : Le retour au monétarisme, Monétaristes et Nouveaux classiques.

Les monétarismes ont apparu à la fin des années soixante. Son principal leader, Milton Friedman, a voulu restructurer la théorie Quantitative de la monnaie en réaction contre le keynésianisme.

(Figure2) : La courbe de Phillips aux États-Unis dans les années 1960



⁴ KEYNES J.M. (1936), "Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie", PAYOT, Paris, 1969.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

En débutent de la « courbe de Philips » (figure2), qui déduit une relation empirique inverse entre le taux de chômage et le taux d'inflation, il relève que cette courbe valable seulement à court terme. Selon lui et que les agents économiques ne sont que provisoirement victimes de « l'illusion monétaire » dans le cas où c'est une politique monétaire expansionniste, si bien que le taux de chômage et le taux d'inflation rejoint rapidement son niveau « naturel », en contrepartie, se retrouve propulsée à un niveau supérieur.⁵

Pour mettre fin à ce cercle vicieux inflationniste, Friedman propose d'abandonner les politiques monétaires discrétionnaires au profit de règles fixes. Il estime de déterminer un objectif de croissance pour la masse monétaire compatible avec le taux de croissance moyen de la production et de garantir la stabilité des prix à long terme. Dans cette idée, si la croissance se accélère son rythme potentiel structurel, nous allons remarquer une insuffisance dans l'offre de monnaie et les taux d'intérêt augmentent, ce qui ralentit la croissance et évite une surchauffe inflationniste. En revanche, une baisse des taux viendrait soutenir l'activité économique si la croissance économique se trouvait inférieure à son potentiel de long terme. Les « **Nouveaux classiques** » ont modifié la théorie monétariste, en supposant l'hypothèse que les agents économiques déterminaient leur comportement sur la base d'« anticipations rationnelles », par conséquent desquelles une politique monétaire est non seulement inefficace à long terme, mais aussi à court terme, les agents économiques raisonnant toujours en termes réels et ne pouvant donc être attirée par une politique monétaire.

Dans ces travaux, la crédibilité de la politique monétaire est très importante pour lutter contre l'inflation, puisque l'inflation est l'objectif ultime, ainsi que la transparence et l'indépendance de la banque centrale ce sont des conditions indispensables par l'école monétariste.

1-3 : Les objectifs de la politique monétaire.

En étudiant la liquidité du marché, les banques centrales interviennent sur le taux d'intérêt à court terme. Les variations du taux d'intérêt affectent toute une série de comportements économiques :⁶

- Consommation et épargne.
- L'investissement des entreprises et l'investissement des ménages (biens immobiliers).

⁵ Emile Thierry MVONDO (2011), « l'hypothèse de neutralité monétaire une application en zone franc » pp, 21.

⁶ Agnès Bénassy-quéré-benoit coeuré « Politique économique » édition de boek 2005. P21

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

- La compétitivité des entreprises par rapport à celle des entreprises étrangères.
- La dette publique
- Le secteur bancaire

Et tout ça pour atteindre les objectifs possibles :

- La stabilité des prix.
- La croissance économique et le plein emploi.
- L'équilibre extérieur (équilibre des comptes de la balance des paiements).
- La stabilité du système financier.

Les différents objectifs possibles sont tous souhaitables mais difficiles à atteindre ensemble et en même temps. Il faut donc choisir entre ces objectifs.

La BC n'a pas d'outils pour atteindre les objectifs possibles directement. Par conséquent, la BC doit choisir des buts atteignables qui ont un impact sur les objectifs finals de la politique monétaire. Ces buts atteignables sont des cibles intermédiaires. Il n'y a pas de cibles intermédiaires a priori. Il faut seulement que ces cibles soient mesurables, sous le contrôle de la BC et ayant un impact sur les objectifs de la politique monétaire. Les deux cibles intermédiaires sont généralement :

- La croissance de la masse monétaire
- Le niveau des taux d'intérêt

Ces deux cibles sont mesurables, liées aux objectifs finaux et sous le contrôle partiel de la BC.

Pourquoi partiel ?

Parce que la BC ne contrôle pas directement la masse monétaire mais la base monétaire. On sait tout de même qu'il existe un lien entre la base monétaire et la masse monétaire.

Parce que la BC ne contrôle que les taux d'intérêt à court terme. Or ce sont les taux longs qui importent pour les décisions d'investissement. On sait tout de même qu'il y a en général un lien entre les taux courts et les taux longs (cf. courbe des taux).

Maintenant, il reste à la BC à intervenir sur le marché monétaire afin d'atteindre les cibles intermédiaires. Pour cela, elle dispose d'un arsenal opérationnel appelé « instruments de la politique monétaire ».

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Section 2 : Les instruments de pilotage de la création monétaire.

Pour les pays qui ont des marchés financiers pas acer développés, les banques centrales (ou les états, s'ils dictent sont politiques aux banques centrales) modifient directement le crédit. Dans les pays développés, en modifiant les incitations du système bancaire que les banques centrales influent les conditions monétaires et vont ainsi avoir un effet macroéconomique. La banque centrale utilise deux types d'instrument:

2-1: Les instruments de contrôle direct

Ils ont des effets directs et rapide sur les contreparties de la masse monétaire. Un Système de limites et réglementations. (Or et devise, crédit aux établissements publics, au trésor, crédits à l'économie).⁷

A : Encadrement du crédit: limites en année récente à ne pas dépasser pour chaque banque dépendant des crédits donnés l'année précédente. S'ils n'ont pas respecté cette condition, construction de réserves non rémunérées. Sélectivité du crédit. On soutient certains secteurs d'activités en leur donnant des taux d'intérêts bonifiés inférieurs aux taux d'intérêts du marché. L'Etat payant la différence de se soutien.

B : La sélectivité du crédit: a été définie comme la technique qui consiste à orienter les crédits

vers certains branches, certains investisseurs dits privilégiés. La sélectivité a été utilisée pour des raisons conjoncturelles (circonscrire l'inflation dans certains filiales) ou structurelles.

Inconvénients de ce type d'intervention:

-Lourdeur administrative et surtout elle fait face à la libre concurrence.

-Défaut de concurrence, caractère conservateur des banques, effet sur les seuls crédits.

Mesure abandonnée ou les agents ne se financent plus vraiment par les banques, mais plutôt vers les marchés financiers.

2-2: Les instruments de contrôle indirect :

Action indirecte des autorités monétaires et les banques centrales peut porter soit sur la base monétaire soit encore sur le multiplicateur monétaire. Et influencer le volume de la masse monétaire ou la liquidité Bancaire en circulation. Acte par lequel une banque centrale assure

⁷Fredéric Mishkin « Monnaie, banque et marchés financiers » 8 Emme édition 2009 p 493

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

le financement avec intérêt d'une opération en seconde position, après qu'une première organisation financière a préalablement accordé un crédit ou acheté un titre. Il y a des principaux d'instruments qu'ils sont trois: l'option de l'escompte (le réescompte) et la manipulation des réserves obligatoires, l'opération d'open market.

Tableau 1 : Action sur la base monétaire, multiplicateur et masse monétaire.

Base	Multiplicateur	Masse monétaire
Open market Vente et achat de titre	Variation de taux l'escompte Reserve obligateur	Modification de l'évolution de l'agrégat

A : Opérations d'open market :

Open market est une technique définie comme l'opération qui consiste pour la Banque centrale à acheter ou à vendre des titres.⁸

Cette operation peut impliquer aussi bien les banques périphériques que le public (entreprises et ménages). Elle se concrétise par l'expansion ou la contraction de la liquidité du système bancaire donc de la base monétaire, la liquidité bancaire étant une composante de cette base.

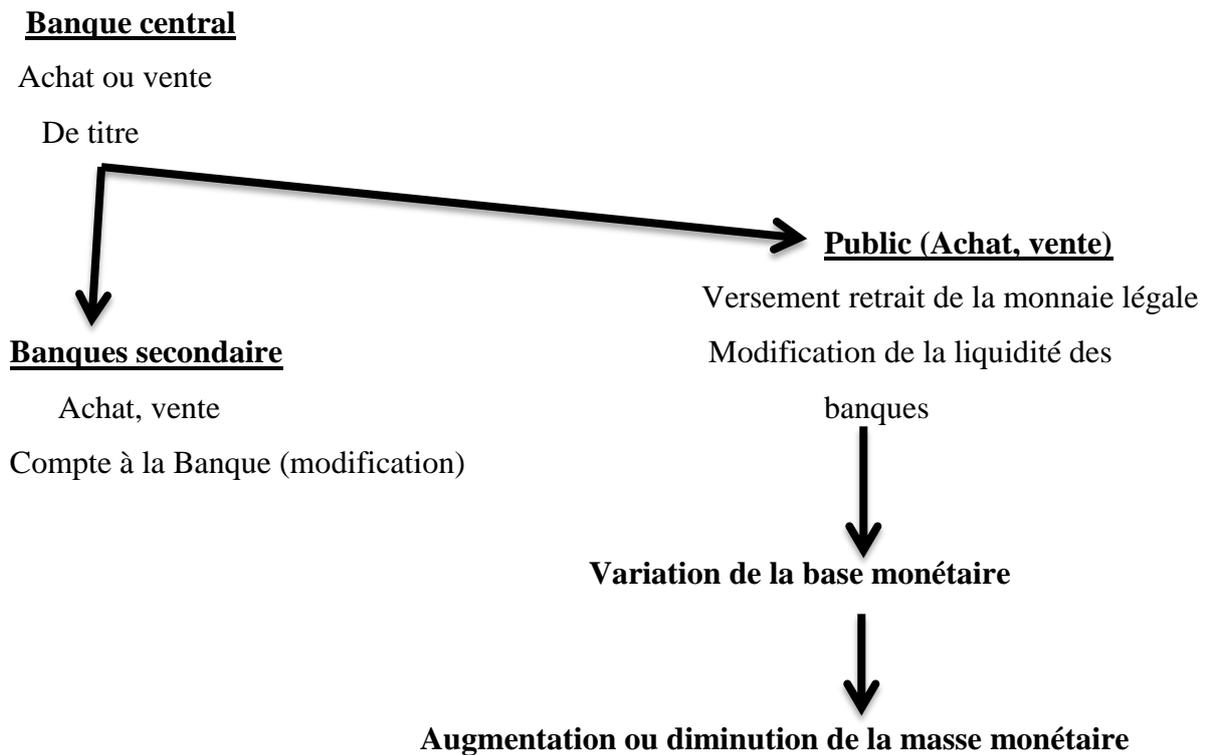
La plus ou moins grande disponibilité de la liquidité bancaire, modifie le comportement de ces organisations en matière d'allocation de nouveaux crédits. La Banque centrale ne peut pas intervenir directement sur la monnaie scripturale. Puis qu'elle est indirectement maîtrisée.

L'Achat ou la vente ferme de titres Prises en pension, fait de payer avec un titre avec obligation de rachat. Prêts garantis.

⁸ Françoise drumetz. Christian pfister « politique monétaire » 2010 p 130

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Figure 3 : Présentation synthétique de l'opération d'open market :



B: L'opération d'escompte (Action sur le multiplicateur monétaire):

L'opération d'escompte agir sur le multiplicateur monétaire se fait suite à la manipulation du taux de l'escompte ou encore des réserves obligatoires. Ces actions ont un effet sur la création de la monnaie scripturale.

En Comparant l'opération de l'open market et l'opération d'escompte. La dernière est une opération de refinancement à taux fixe. Cette ancienne technique consiste pour les banques de second rang, à mobiliser une partie de leur portefeuille dans la Banque centrale. Comparable à l'opération d'escompte banale, la Banque achète provisoirement les titres qui lui sont offerts par les établissements secondaires. Cette action d'achat de ces créances occasionne la création de la monnaie centrale qui sera utilisée par les banques périphériques pour créer la monnaie scripturale. Les titres offerts au guichet de l'escompte sont appelés des titres réescomptables, mobilisables à la Banque centrale. Concrètement, l'opération se matérialise par le changement du solde du compte courant de la banque commerciale géré par l'institut d'émission. Cette opération est remplacée maintenant par l'opération de pension jugée plus flexible.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

C : Les réserves obligatoires

Les réserves obligatoires en matière de politique monétaire, cette opération a un double objectif. Le premier objectif est de faciliter la régulation de la liquidité sur le marché monétaire, le second objectif est de freiner le processus de création de la monnaie scripturale. Théoriquement, la technique permet à l'institut d'émission de régler le comportement de prêt des banques, selon le principe de multiplicateur de la base monétaire.

Considérée individuellement, toutes les banques commerciales vont défendre leur rentabilité. Elles vont faire en sorte que, la marge gagnée sur les crédits ne soit pas enveloppé par l'augmentation du coût de refinancement ou encore, mais par la diminution de la marge sur les dépôts. Le multiplicateur de crédit dépend des Réserves obligatoires. Effet non désiré entre taux de réserves obligatoires et création monétaire.

Dans le cas où la banque vend des titres, elle récupère de la liquidité mais l'offre augmente donc les prix diminuent donc le taux d'intérêt de la banque centrale va augmenter.

Pendant longtemps, le marché monétaire a été réservé aux banques et à quelques établissements non bancaires dont les activités les amenaient à disposer de grandes masses de liquidités et qui étaient de ce fait autorisés à intervenir sur le marché monétaire.

Les agents économiques ont été définis, au sens de la comptabilité nationale, comme des personnes physiques ou morales qui constituent des centres autonomes de décision économique et sont généralement distingués en agents financiers et en agents non financiers.

Ces agents perçoivent des revenus (salaires, rentes, dividendes etc.), ils consomment, épargnent et investissent. L'Etat collecte des impôts et planifie des dépenses dans le cadre de son activité budgétaire. Les ménages épargnent et construisent des logements. Les entreprises investissent pour produire et réaliser des profits, c'est leur raison d'être.

Ainsi, l'activité de ces différents agents économiques est à l'origine d'une offre et d'une demande de capitaux.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Section 3: les canaux de transmissions de la politique monétaire.

Plusieurs chercheurs, tels que Taylor 1995, considèrent les canaux traditionnels du taux d'intérêt comme extrêmement importants, intervenant par le biais du coût du capital et de nombreux autres spécialistes n'ont pas la même opinion. Selon une étude récente sur les dépenses d'investissement en capital fixe des entreprises Chirinko 1993, la réaction de l'investissement aux variables de prix, par rapport aux variables réelles, qui sont faible et peu significative. On a effectivement élaborer des modèles macro-économiques comportant d'importants effets de taux d'intérêt, mais les utilisateurs soulignent souvent qu'une légère modification dans l'écriture des équations réduit considérablement ces effets.

Chaque fois, quand bien même la limite d'importance des canaux traditionnels de taux d'intérêt, nous avons vu que les canaux de crédit constituent un extra mécanisme de transmission, dans lequel les variations de taux d'intérêt peuvent avoir un effet non négligeable sur la demande globale. De fait, les économistes défenseurs des canaux de crédit considèrent qu'ils amplifient et propagent les effets traditionnels de taux d'intérêt. Étant donné que les opérations de prêt ne sont pas des forces motrices indépendantes au sein de l'économie, mais se sont des réactions à la politique monétaire, l'existence des canaux de crédit n'implique pas une relation chronologique précise entre agrégats de crédit et variables réelles. Par conséquent, il est peu probable que les tests de séries chronologiques sur la capacité de prévision relative des agrégats de crédit, comme ceux de Ramey (1993) et Meltzer (1995), fournissent des éclaircissements sur la validité des canaux de crédit.

Il existe trois raisons de penser que les canaux de crédit constituent un élément important du mécanisme de transmission de la politique monétaire. En premier lieu, un grand nombre d'indices obtenus sur données individuelles tendent à prouver que les imperfections des marchés de crédit, du type de celles qui sont essentielles à l'action des canaux de crédit, affectent effectivement les décisions d'embauche et de dépenses des entreprises 2. En deuxième lieu, il semble, comme l'ont montré Gertler et Gilchrist (1994), que les petites entreprises, davantage susceptibles de subir des restrictions de crédit, soient plus affectées par un resserrement de la politique monétaire que les grandes entreprises, qui sont moins exposées à ce risque. La troisième raison, et probablement la plus solide, est que la thèse d'asymétrie d'information expliquant les imperfections des marchés du crédit, qui se situe au coeur de l'analyse du canal du crédit, est une construction théorique qui s'est avérée extrêmement utile pour expliquer nombre d'autres phénomènes importants. Elle explique

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

notamment l'origine de l'existence de nombreuses institutions financières et la structure de notre système financier. En outre, l'analyse du canal du crédit présentée ci-dessus fournit une explication cohérente de l'enchaînement des événements lors d'une crise financière type et des raisons pour lesquelles les crises financières sont si néfastes pour l'économie. Le meilleur moyen de valider une théorie consiste à établir son utilité dans un large éventail d'applications. La théorie selon laquelle les canaux de crédit sont des éléments importants du mécanisme de transmission de la politique monétaire répond parfaitement à ce critère. Une caractéristique importante des canaux de crédit est l'accent qu'ils mettent sur la manière dont la politique monétaire affecte l'économie par le biais de prix d'actifs autres que les taux d'intérêt. En outre, l'analyse des canaux supplémentaires tels que le taux de change, le coefficient q de Tobin, la richesse et les prix des logements et des terrains explique également pourquoi les prix d'autres actifs jouent un rôle si important dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Les différents types des canaux de transmission de la politique monétaire sont :⁹

3-1: Canal du taux d'intérêt

Les effets des changements de taux d'intérêt directs sont généralement étudiés dans le cadre d'une analyse des comportements de dépenses des agents ménages, entreprises et Etat. Dans une perspective de court terme et en supposant qu'il y'a une baisse non anticipée des taux d'intérêt, trois effets peuvent être mis en évidence sur les dépenses des ménages :

- L'effet de substitution : les variations de taux d'intérêt mènent les agents à revoir l'arbitrage entre consommation immédiate et épargne. Une baisse de taux diminue la valeur de la consommation future et encourage à consommer aujourd'hui puisque l'épargne devient moins intéressante et le crédit moins cher.
- L'effet de revenu : une baisse de taux conduit à une hausse de la valeur actualisée des dépenses de consommation anticipées pour des périodes futures. Depuis, la consommation future est trop chère, toutes choses égales en outre. Les ménages choisissent par conséquent épargner davantage et réduire leur consommation immédiate pour faire face à cette situation.
- L'effet de richesse : une baisse de taux d'intérêt entraîne une augmentation de la valeur actualisée des revenus futurs des ménages. Cette hausse s'applique au capital humain et au capital physique, au capital financier. Ainsi, pour ce dernier, les agents ont le choix de vendre

⁹ Françoise Drumetz, Christian Pfister op cite p 97.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

une partie du portefeuille de titres pour obtenir davantage de biens et services. Ils consomment plus de biens et services.

En ce qui concerne les effets sur l'investissement, une baisse de taux mènent un coût d'usage du capital plus faible et donc une augmentation de la profitabilité de la production et une offre supérieure de biens ; une substitution du capital au travail. Ces deux effets impliquent une hausse de l'investissement.

3-2: Canal du crédit

Dans le cas du canal du taux (ou canal monétaire), le rôle des banques se limite à la création de monnaie. L'offre de monnaie est corrélé à la base monétaire. Les modifications de taux entraînent des substitutions au sein des portefeuilles d'actifs (monnaie et titres) détenus par les agents non financiers. Ainsi, les actions de politique monétaire modifient les conditions monétaires et se remarquent par l'intermédiaire du passif du bilan des banques. Pour l'actif du bilan des banques n'intervient pas dans l'analyse. D'ailleurs il n'y a pas de différences entre les titres et les crédits pour le financement de l'activité économique. En revanche, ce qui concerne le canal strict du crédit, les banques jouent un rôle important dans le processus de financement par l'intermédiaire de l'octroi de crédits. Désormais, le système bancaire n'est plus neutre dans l'action et la transmission de la politique monétaire. En doivent considérés L'actif et le passif du bilan des banques de façon symétrique. En cas de raidissement de la politique monétaire, les banques vont réglé leurs conditions débitrices :

accroissement du taux des nouveaux crédits et/ou une diminution des crédits offerts. De plus, les crédits bancaires ne sont pas parfaitement remplaçable aux émissions de titres pour financer les projets d'investissement. Cette substituabilité imparfaite conduite des imperfections constatées sur le marché du crédit. En effet, les emprunteurs disposent d'une très bonne information que les prêteurs sur les caractéristiques de leurs projets d'investissement et sur leurs situations financières (asymétrie d'information). Les prêts bancaires sont considérés comme spécifiques puisqu'ils constituent la source majeure de financement en cas d'asymétrie d'informations. Les agents économiques les plus en plus touchés sont les ménages et les petites et moyennes entreprises.

Le canal strict du crédit pose en avant l'offre de crédit des banques au lieu de la demande de monnaie des agents non financiers (canal monétaire). La transmission à la sphère réelle s'accompli par les variations de l'offre de crédit. L'action de la politique monétaire aura des effets sur les décisions d'investissement.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

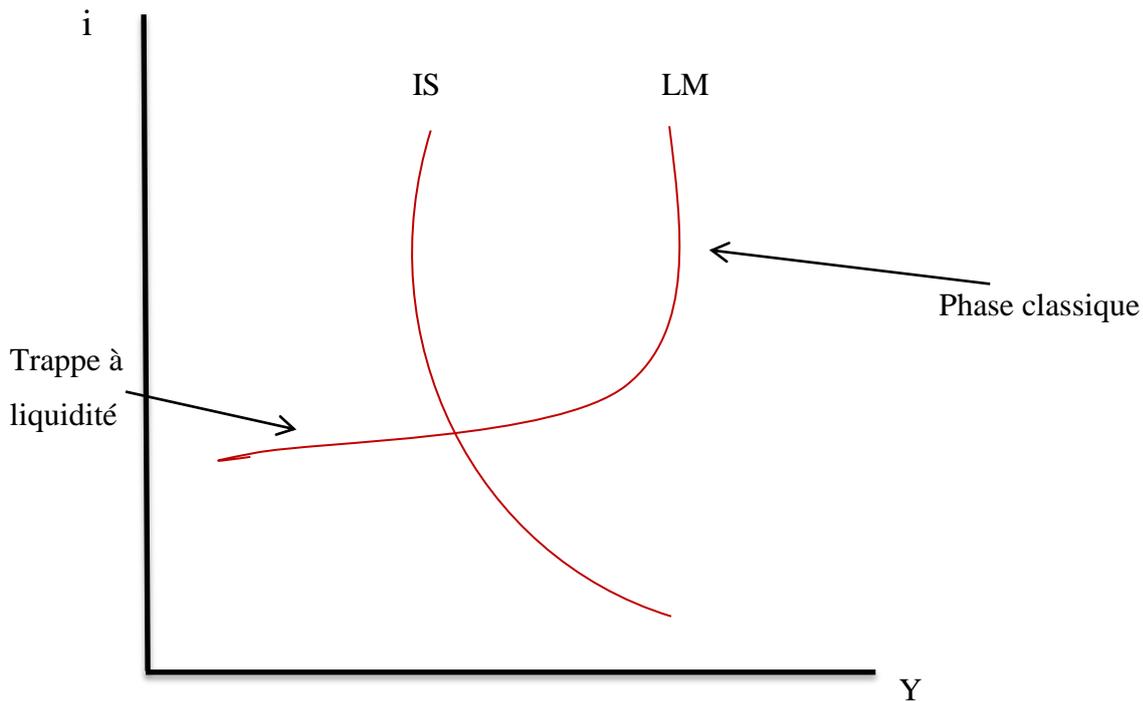
La littérature moderne a également développé le canal large du crédit (ou canal du bilan). Elle repose sur le fait que tous les financements externes sont des remèdes imparfaits au financement interne. Cette littérature développe l'hypothèse d'imperfections sur le marché des crédits et, plus généralement, sur les marchés des capitaux en raison des coûts de transaction et des coûts d'acquisition de l'information, des problèmes d'asymétrie de l'information. L'existence de ces imperfections alourdi les structures financières des entreprises et sur leurs possibilités, sur leurs décisions de financement, sur leurs comportements de stockage. Généralement, le financement externe est plus coûteux que le financement interne. Cette variation de coût décroît avec la richesse nette de l'emprunteur (ressources internes et celles admises en garantie). Un choc touchant la richesse nette de l'emprunteur augmente le coût du financement externe et pèse donc sur ses décisions (dépenses d'équipement, de personnel). La généralisation du choc global à l'ensemble des entreprises déclenche un mécanisme de propagation des cycles.

3-3: Canaux des prix d'autres actifs

Une des principales objections des monétaristes au paradigme ISLM concernant l'analyse des effets de la politique monétaire sur l'économie est que ce modèle se concentre sur le prix d'un seul actif, le taux d'intérêt, et non sur les prix de plusieurs actifs. Les monétaristes imaginent un mécanisme de transmission dans lequel les prix relatifs d'autres actifs et la richesse réelle transmettent des effets monétaires dans l'économie. L'identification de ces autres canaux est une caractéristique des modèles macro-économiques conçus par des keynésiens, tels Franco Modigliani, qui considèrent les effets des prix de ces autres actifs comme essentiels pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Figure (4): Model IS- LM



Le modèle IS-LM (figure 4) a été fondé par Hicks et Hansen¹⁰ pour appréhender la vision Keynésienne du fonctionnement de l'économie dans un cadre plus large, si bien que les interprétations dont il fait l'objet se situent parfois à rebours des idées élaborées dans la Théorie Générale.

Sur l'échelle horizontale se trouve le niveau du revenu (Y) de l'économie et en ordonnée le taux d'intérêt (i). La courbe IS représente l'équilibre sur le marché des biens et correspond à l'ensemble des couples (Y, i) assurant l'équilibre entre épargne (S) et investissement (I).

La courbe LM représente l'équilibre sur le marché de la monnaie. Elle est formée de l'ensemble des couples (Y, i) où l'offre de monnaie (M), déterminée comme variable exogène par les autorités monétaires équilibre la demande de monnaie (L), qui signifie la préférence pour la liquidité.

Cette dernière est fonction montante du revenu des agents (Y) et démontante du taux d'intérêt (i). En effet, plus le taux est au niveau bas, plus les agents préfèrent garder de la monnaie pour « motif de spéculation ».

L'**équilibre** de l'économie est réalisé à l'**intersection entre les deux courbes**, ce qui détermine un taux d'intérêt et un niveau de revenu d'équilibre.

¹⁰ En avril 1937, John Hicks publie un intitulé « Keynes et le classique : interprétation possible » dans lequel il propose le modèle IS-LM pour formaliser la théorie générale dans une synthèse des analyses keynésienne et classique.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Dans le cas général :

- une politique budgétaire de relance se traduit par déplacement de la courbe IS vers la droite et une croissance relative du revenu global : le nouveau point d'équilibre se positionne à un niveau de revenu et de taux d'intérêt plus élevé ;
- une politique monétaire inflationniste conduit à déplacer la droite LM vers la droite car en augmentant la masse de monnaie disponible, le taux d'intérêt sera au niveau plus bas pour un même revenu. Ce changement crée un nouveau point d'équilibre à niveau de revenu plus élevé et à un taux d'intérêt plus bas.

Il existe deux actifs-clés, en plus des obligations, qui font l'objet de beaucoup d'attention dans la littérature consacrée aux mécanismes de transmission : les devises et les actions.

A: Canal du taux de change:

Compte tenu de l'internationalisation croissante de l'économie américaine et du passage aux taux de change flexibles, on s'est davantage intéressé à la transmission de la politique monétaire à travers l'influence des taux de change sur les exportations nettes. De fait, ce mécanisme de transmission est devenu une caractéristique des principaux manuels de référence en macro-économie, tout comme ceux portant sur la monnaie et le système bancaire. Ce canal fait également intervenir les effets du taux d'intérêt car la baisse des taux d'intérêt réels nationaux réduit l'attrait des dépôts nationaux en dollars par rapport aux dépôts libellés en monnaies étrangères, ce qui entraîne une chute de la valeur des dépôts en dollars par rapport aux dépôts en devises, c'est-à-dire une dépréciation du dollar.

La dépréciation de la monnaie nationale abaisse le prix des biens nationaux par rapport aux biens étrangers, ce qui se traduit par une augmentation des exportations nettes (**NX** -) et donc de la production globale. Par conséquent, le schéma du mécanisme de transmission de la politique monétaire par le canal du taux de change est le suivant :

$$\mathbf{M} \uparrow \Rightarrow \mathbf{ir} \downarrow \Rightarrow \mathbf{E} \downarrow \Rightarrow \mathbf{NX} \uparrow \Rightarrow \mathbf{Y} \uparrow \dots\dots\dots (1)$$

Ce canal joue un rôle important dans la façon dont la politique monétaire affecte l'économie nationale, ce qui apparaît clairement dans les récentes études menées sur ce sujet, comme celles de Bryant, Hooper et Mann (1993) et de Taylor (1993).

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

B : Canal du cours des actions :

Il existe deux canaux importants impliquant les cours des actions pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire : ils se réfèrent à la théorie de l'investissement de Tobin (coefficient q)¹¹ et aux effets de richesse sur la consommation.

-La théorie du coefficient q de Tobin :

Cette théorie établit un mécanisme selon lequel la politique monétaire affecte l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions (cf. Tobin 1969). Tobin définit le coefficient q comme étant le rapport entre la valeur boursière des entreprises et le coût de renouvellement du capital. Si q est élevé, la valeur boursière des entreprises est élevée par rapport au coût de renouvellement du capital et les nouveaux investissements productifs sont peu onéreux par rapport à la valeur boursière des entreprises.

Celles-ci peuvent alors émettre des actions et en obtenir un prix élevé, compte tenu du coût des investissements productifs qu'elles réalisent. Par conséquent, les dépenses d'investissement augmenteront car les entreprises peuvent acquérir beaucoup de biens d'équipement en émettant peu d'actions nouvelles.

En revanche, lorsque q est faible, les entreprises ne chercheront pas à acquérir de nouveaux biens d'équipement, car leur valeur boursière est faible par rapport au coût du capital. Si les entreprises veulent se procurer du capital lorsque q est faible, elles peuvent acheter une autre entreprise à un prix avantageux et acquérir ainsi du capital existant. Dans ce cas, les dépenses d'investissement seront faibles.

L'existence d'un lien entre le coefficient q de Tobin et les dépenses d'investissement se situe au centre du débat. Néanmoins, comment la politique monétaire est-elle susceptible d'affecter les cours des actions ? Selon la conception monétariste, lorsque l'offre de monnaie augmente, les agents estiment qu'ils disposent de trop de liquidités par rapport au niveau souhaité et tentent, dès lors, de réduire leurs encaisses en accroissant leurs dépenses. Le marché boursier leur offre une possibilité de dépenser ce surplus, ce qui accroît la demande d'actions et fait ainsi monter les cours. Selon une conception plus keynésienne, qui aboutit à la même conclusion, la chute des taux d'intérêt découlant d'une politique monétaire expansionniste réduit l'attrait des obligations par rapport aux actions, ce qui suscite une hausse des cours de

¹¹ Le « **Q de Tobin** » est un ratio représentant le rapport entre une valeur cotée en bourse et la valeur de remplacement du capital fixe, Si le ratio est supérieur à 1, la confiance des actionnaires augmente et ces derniers peuvent voir leurs dividendes augmentés; En revanche Si le ratio est inférieur à 1, les actionnaires se montreront pessimistes envers l'entreprise.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

ces dernières. En combinant ces thèses avec le fait que la hausse des cours des actions ($P_e \uparrow$) entraîne une augmentation du coefficient q ($q \uparrow$) et donc des dépenses d'investissement ($I \uparrow$), on déduit le mécanisme suivant de transmission de la politique monétaire :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \dots\dots\dots (2)$$

Effets de richesse :

Un autre canal de transmission par les cours des actions agit par le biais des effets de richesse sur la consommation. Ce canal a été mis en évidence par Franco Modigliani dans son modèle MPS, dont une version est actuellement utilisée par le Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale (cf. Modigliani 1971). Dans le modèle du cycle de vie de Modigliani, les dépenses de consommation sont déterminées par les ressources des consommateurs tout au long de leur vie, qui sont constituées du capital humain, du capital matériel et de la richesse financière — ou patrimoine. Les actions ordinaires sont une composante majeure du patrimoine financier. Lorsque les cours des actions s'élèvent, la valeur de ce patrimoine financier s'accroît et, par conséquent, les ressources globales des consommateurs pendant l'ensemble de leur vie augmentent, et par conséquent la consommation. Comme nous avons déjà constaté qu'une politique monétaire expansionniste peut entraîner une hausse des cours des actions ($P_e \uparrow$), nous en déduisons alors un autre mécanisme de transmission de la politique monétaire :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{richesse} \uparrow \Rightarrow \text{consommation} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \dots\dots\dots (3)$$

C : Canaux des prix des logements et des terrains :

Les deux canaux de la richesse et du coefficient q de Tobin, décrits ci-dessus, s'appuient sur une définition tout à fait générale du capital. La théorie de Tobin s'applique directement au marché de l'immobilier, où le logement représente le capital. Une hausse du prix des logements, qui accroît leur valeur par rapport au coût de renouvellement, aboutit à l'augmentation du coefficient q de Tobin dans le secteur de l'immobilier résidentiel, ce qui

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

stimule la production. De même, les prix des logements et des terrains sont un élément extrêmement important de la richesse qui s'accroît sous l'effet d'une hausse de ces prix, d'où une augmentation de la consommation. L'expansion monétaire, qui élève les prix des terrains et des logements par l'intermédiaire des mécanismes décrits précédemment, aboutit donc à une hausse de la demande globale. Par conséquent, le mécanisme de transmission de la politique monétaire agit également par le biais des canaux des prix des terrains et des logements.

Le dernier maillon du mécanisme de transmission lie l'écart de production et le taux d'inflation. L'écart de production est une mesure commode de la demande ou de l'offre excédentaire dans l'ensemble de l'économie. La production effective étant inférieure à la production potentielle, les entreprises produisent en deçà des limites de leur capacité. Cette situation d'offre excédentaire peut durer un certain temps, mais la sous-utilisation de l'appareil de production finira par entraîner une baisse du taux de progression des salaires et des prix des autres intrants. À cause de cette décélération au chapitre de leurs coûts, les entreprises sont moins enclines à majorer leurs prix, de sorte que les tensions inflationnistes s'atténuent.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Section 4: Le lien entre le marché monétaire et le marché financier :

Communément le mot marché désigne pour les économistes, un lieu de confrontation de l'offre et de la demande. D'un point de vue juridique le marché peut d'abord être considéré comme un débouché économique pour différents types de biens. C'est dans ce sens que l'on fait appel à la notion de marché pertinent, c'est-à-dire, un marché de référence permettant d'apprécier notamment une éventuelle position dominante et qui comprend tous les produits ou services que le consommateur considère comme interchangeables ou substituables en raison de leurs caractéristiques, de leur prix et de l'usage auquel ils sont destinés.

Le marché peut être aussi considéré comme un lieu, un espace public où il est possible de vendre et d'acheter un certain nombre de biens. Traditionnellement un tel lieu correspond à un endroit concret dûment matérialisé, même s'il pouvait être ouvert à tous vents.

4- 1: Le marché monétaire :

Par marché monétaire, on désigne l'échange qui s'établit quotidiennement entre offreurs et demandeurs de titres de créances à court terme. La monnaie centrale, en tant qu'actif liquide par excellence, est au centre de ce marché et fait l'objet d'un échange quotidien intéressant particulièrement les intermédiaires financiers.

Le marché monétaire tunisien est ouvert aux établissements de crédit, aux entreprises (personnes morales de droit public ou de droit privé) et aux personnes physiques en qualité de souscripteurs.

A : Les intervenants sur le marché monétaire

-Les organismes qui sont structurellement excédentaires et qui ont des liquidités à placer (ex. les sociétés d'assurance).

-Les organismes qui sont structurellement déficitaires, dont les besoins en liquidités sont constants et s'expliquent par le fait que les crédits qu'ils distribuent sont supérieurs aux dépôts qu'ils collectent.

C'est le cas de l'ensemble des banques considérées globalement.

-En fin, les intervenants qui vont au marché tantôt pour emprunter, tantôt pour prêter. Leur intervention sur le marché est fonction de leur situation de trésorerie. C'est le cas de chaque institution financière considérée isolément, des entreprises et des organismes divers.

Les échanges de liquidités sur le marché monétaire s'effectuent :

Entre les banques dans le cadre du marché interbancaire où l'échange de liquidité s'effectue contre des achats fermes ou de prises en pensions d'effets publics ou privés. En 2003, la

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

pension livrée a été introduite afin de dynamiser le marché interbancaire. Elle consiste en l'achat des valeurs mobilières et des effets de commerce avec transfert de la pleine propriété à un prix convenu à la date de l'achat qui comprend, obligatoirement et irrévocablement, respectivement l'engagement du vendeur de racheter les valeurs mobilières et les effets de commerce objet de l'opération et l'engagement de l'acheteur de les lui rétrocéder à une date et à un prix convenus à la date de l'achat Entre les entreprises ou avec des personnes physiques, par l'intermédiaire des banques, contre des billets de trésorerie.

Entre les établissements de crédit et les entreprises ou les personnes physiques contre des certificats de dépôt.

B : Les instruments d'échange sur le marché monétaire

-Les certificats de dépôt : sont des titres de créance émis par les établissements de crédit (banques et organismes de leasing) dont la durée est de dix jour au moins et cinq ans au plus. Ces titres de créance sont souscrit par les entreprises et les personnes physiques. Ces certificats ne peuvent être remboursés par anticipation ni comporter de prime de remboursement. Ils ont une échéance fixe.

- Les billets de trésorerie : représentent des titres de créances négociables, émis par une entreprise anonyme désireuse de s'endetter auprès d'un autre agent et ce, par l'intermédiaire d'une banque. Ces titres de créance sont souscrit par les entreprises et les personnes physiques. Ils font l'objet d'une rémunération à taux fixe librement déterminée lors de l'émission et ne peuvent comporter de prime de remboursement.

- Les bons du trésor cessibles : émis par l'Etat par voie d'adjudication. Les banques souscrivent aux bons du trésor a un taux d'intérêt déterminé à partir des soumissions retenues par la BC

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

4-2: Le Marché financier :

Les marchés financiers sont l'une des sources de financement de l'économie. Ils permettent aux sociétés privées et publiques, aux collectivités locales et à l'Etat de se procurer des fonds pour financer leurs investissements en faisant appel directement ou indirectement aux épargnants.¹²

C'est sur le marché primaire que sont mis à la disposition des investisseurs les « nouveaux » titres. Il peut s'agir de titres nouvellement créés (on parle alors « d'émission ») ou de la mise sur le marché de nouvelles sociétés (on parle alors « d'introduction »).

Les titres sont par la suite échangés sur les marchés boursiers qui constituent le marché secondaire.

L'activité des marchés financiers est encadrée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui est un organisme indépendant.

Cette autorité a pour mission de veiller :

- à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne;
- à l'information des investisseurs;
- au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

A: Les produits de marche

Les produits de marché peuvent se décliner en différents types d'instruments financiers.

Les titres de créances :

Il s'agit d'instruments de taux dont les deux grandes catégories sont constituées par les titres de créances négociables et les obligations.¹³

-Les titres de créances négociables (TCN) regroupent principalement les Certificats de Dépôt Négociables (CDN) émis par les banques, les Billets de Trésorerie émis par les sociétés non financières ainsi que les bons du trésor. Ces titres, d'une durée de vie généralement inférieure à 1 an, ne sont pas négociés en bourse mais de gré à gré sur le marché monétaire entre les intermédiaires financiers.

-Les obligations: sont des titres de créances émis par une entreprise, une collectivité publique ou par l'Etat qui se caractérisent par un taux d'intérêt et des modalités de remboursement

¹² M. De MOURGUES, « La monnaie, système financier et théorie monétaire », 3ème édition, Ed Economica, Paris 1993, P210.

¹³ J.P.DESCHANEL « La bourse en clair », 2ème édition, Ed Ellipses, 2007, P29.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

déterminés au moment de l'émission. Ces titres sont généralement émis sur des échéances longues.

Il existe plusieurs types d'obligations parmi lesquels on peut citer:

- les obligations à taux fixe;
- les obligations à taux variable dont la valeur du coupon évolue en fonction de l'indice de marché fixé par le contrat d'émission;
- les OAT (Obligations assimilables du Trésor) émis par l'Etat;
- les obligations convertibles qui offrent les mêmes caractéristiques qu'une obligation classique mais ménagent en outre à son détenteur la possibilité d'échanger le titre contre une action à des conditions précisées d'avance. Le cours d'une obligation convertible réagit donc non seulement, comme toute obligation, à l'évolution des taux d'intérêts mais également le cas échéant, à celle de l'action sous-jacente.

Les actions :

Une action est un titre de propriété représentant une fraction du capital de la société qui l'a émise. Ce type de titre confère à son détenteur les droits de participer aux assemblées d'actionnaires, d'être informé de la marche de la société et d'encaisser les dividendes. Une action n'est pas remboursable et de ce fait ne comporte pas d'échéance.¹⁴

La valeur des actions évolue en fonction de différents paramètres dont les plus communément reconnus sont : les résultats financiers futurs de la société, le niveau des taux d'intérêts, la conjoncture économique, le contexte boursier,

Les titres mixtes :

Les certificats d'investissement et les titres participatifs empruntent des caractéristiques propres aux actions et obligations. Toutes les sociétés par actions, publiques ou privées peuvent émettre des *certificats d'investissement*. Ils sont divisés en un certificat de droit de vote et un certificat d'investissement négociable (droit aux bénéfices et aux réserves, droit à l'information). Lorsque les deux certificats sont entre les mains du même titulaire, l'action est reconstituée de plein droit.

Les titres participatifs - réservés aux sociétés anonymes du secteur public, aux établissements publics à caractère industriel et commercial, et les coopératives – sont considérés comme des fonds propres. Ils ne confèrent ni droit de vote, ni droit de regard dans la gestion de l'entreprise. Ils assurent cependant une rémunération comportant une partie fixe et une partie variable (fonction des bénéfices de la société).

¹⁴ E.LE SAOUT, Opération Citée, 2ème édition, Ed Economica, 2008, P51.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Les OPCVM viennent compléter cette panoplie de produits offerts aux épargnants. Déjà souligné dans le cadre du marché monétaire, les OPCVM permettent aux épargnants de bénéficier des avantages de la gestion collective des valeurs (économies d'échelle, meilleure appréciation et gestion du risque).

Les OPCVM sont généralement classés en trois catégories :

- les OPCVM « actions » internationales et pays zone euro (marché financier)
- les OPCVM « obligations » internationales et pays zone euro (marché financier)
- les OPCVM « monétaires » internationales et européennes (marché monétaire)

B : Les fonctions du marché financier

Le marché financier a généralement deux fonctions : une fonction de financement de l'économie et d'allocation des ressources ; une fonction d'information des agents économiques. Cependant certains dysfonctionnements peuvent venir compromettre le bon déroulement des opérations

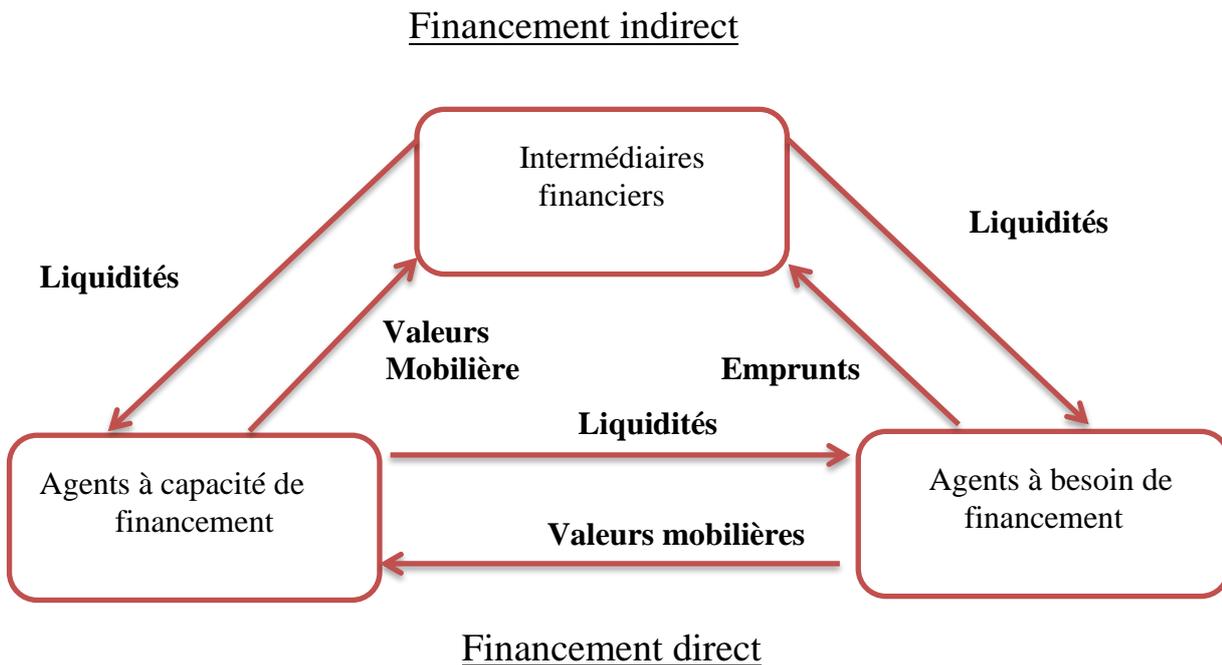
-Financement de l'économie et allocation des ressources

Le financement de l'économie et l'allocation optimale des ressources reposent sur des relations étroites entre les différents marchés (notamment les marchés primaire et secondaire). Le marché financier met en relation les agents à déficit de financement (les entreprises, les collectivités locales, l'Etat) et les agents à capacité de financement (principalement les ménages). Le financement par le marché primaire devient direct lorsque les émissions de titres sont réalisés par les agents économiques à déficit de financement (investisseur) et souscrites par les agents qui épargnent (épargnant). Grâce au marché financier, l'investisseur n'a pas à rechercher l'épargnant (et inversement), il existe bien une dissociation des décisions d'investissement et d'épargne.

Le marché financier permet également aux intermédiaires financiers de lever des capitaux, de se procurer des ressources, principalement sous forme d'émissions d'obligations qu'elles prêtent aux entreprises. Rappelons qu'il y a intermédiation (c'est à dire financement indirect) lorsque la créance détenue par les agents à excédent de financement est différente de la dette des agents à déficit.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Figure 5 : Financement direct et indirect



- Gestion de l'information

Les différentes économies étant caractérisées par un certain degré d'incertitude (et en l'absence de marchés à terme complets, c'est à dire de marchés sur lesquels les agents pourraient s'engager ferme sur des opérations d'achats ou de ventes), le marché financier constitue le lieu privilégié où les agents viennent estimer « l'état de confiance » et la rentabilité estimée des capitaux. En d'autres termes, les agents estiment la rentabilité de projets futurs en tenant compte de la psychologie du marché. Cet état de confiance est évalué en Bourse. Le prix d'un titre évolue en fonction des offres et des demandes, c'est à dire des positions que prennent les agents en termes d'estimation des revenus futurs et de leur préférence pour la liquidité. Si le prix d'un titre augmente, c'est parce qu'une majorité d'agents se portent acheteurs, pensant que la situation de l'entreprise ou la conjoncture économique vont s'améliorer dans l'avenir.

Le prix d'un titre en Bourse mesure l'évaluation, par le marché, du capital d'une entreprise coté. Dans un monde incertain, le marché financier permet donc de déterminer le prix du capital d'une entreprise, ce dernier conditionnant largement le volume d'investissements et donc le niveau d'activité dans l'économie.

De manière concrète, le marché secondaire remplit la fonction fondamentale d'évaluer quotidiennement les titres, compte tenu de toute l'information disponible.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

On dit que le marché assure la découverte du prix. La valeur du marché, c'est-à-dire le prix des titres sur le marché secondaire est une valeur de référence qui indique les conditions auxquelles peuvent émis les nouveaux titres sur le marché primaire.

Le cours boursier des actions sert aux sociétés cotées de valeur de référence pour fixer le prix d'émission d'actions nouvellement créées lors des augmentations de capital. Les opérations sur capital comme les introductions en Bourse sont fortement liés au comportement du titre sur le marché secondaire et à la conjoncture économique.

Dans le cas du marché des obligations, le marché financier joue un rôle essentiel en fournissant quotidiennement (par le système des cotations) une information sur le prix des obligations (marché secondaire). Ceci permet de calculer les taux de rendement et de disposer d'une référence pour les nouvelles émissions. En effet, les taux à l'émission sont fixés par référence aux taux de rendement constatés sur le marché secondaire.

4-3 : Articulation entre les marchés financiers et monétaire.

L'idée d'un lien entre les marchés financiers et monétaire n'est pas du tout récente ; des auteurs tel que : Bagehot¹⁵; Schumpeter ; Gurley et Shaw sont les premiers à la mettre en évidence. Mais, il a fallu attendre les travaux des économistes tels que : « Davis (1965) ; Cameron (1967) et Sylla (1969) pour donner un contenu empirique à cette idée » ; quatre positions différentes dans la littérature semble marquer le rapport entre marchés financiers et monétaire et croissance économique.¹⁶

Mackinnon R.I et Shaw E.S (1973) étaient les premiers à transposer cette problématique de médiation entre la finance et la croissance aux PVD. Ils démontrent dans leurs travaux que la croissance économique de ces pays est entravée par l'étroitesse de leurs marchés financiers. Leur solution réside par l'élévation du rendement de la monnaie autrement dit des taux d'intérêts qui encourage l'épargne qui sert à financer l'investissement et cela dans un climat de libéralisation financière et d'amélioration du fonctionnement des marchés financiers. Ainsi selon eux les systèmes financiers fortement réprimés ne font que ralentir voir freiner la croissance.

King et Levine ont approfondi l'étude de l'influence positive du système financier sur la croissance en élargissant la taille de l'échantillon qui couvre 80 pays sur la période 1969-

¹⁵ J.GREENWOOD & D.SMITH, "Financial markets in development, and the development of financial markets", Journal of Economics Dynamics and Control, 1997, P145-181, P147.

¹⁶ W.R.SODJAHIN :« Impacts du développement des marchés boursiers sur la croissance économique au Canada », Rapport de maîtrise en sciences économiques, 2003, P03.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

1989. Suivant les deux auteurs, le système financier affecte positivement la croissance économique à travers les fonctions attribuée audit système. La meilleure mobilisation et affectation des ressources, la couverture des risques, la création de la liquidité, l'évaluation des projets d'investissement et l'orientation des informations fiables et utiles sur les projets d'investissement sont des fonctions, non exclusives, pouvant affecter la croissance économique par les canaux de l'accroissement de la productivité globale des facteurs de production affectant l'accumulation du capital d'une part, et l'innovation de l'autre. Ces deux auteurs constatent de leur étude que le développement économique est tributaire de l'existence d'une superstructure financière initiale. Conséquemment, une mauvaise qualité initiale du système financier (l'existence de restriction légale, le degré de concurrence entre les composantes du système financier, les droits des créiteurs en cas de faillite de la firme...) conduit à une trappe de pauvreté même si le pays en question a pu instaurer d'autres conditions telles : la stabilité macro-économique, l'ouverture sur l'extérieur, la qualification des ressources humaines...), ces derniers éléments s'ils ne sont pas accompagnés d'un système financier performant avec moins de restrictions légales, ne peuvent sauver l'économie du piège du sous-développement.

Des travaux encore plus récents vont dans le même sens en montrant que le développement des structures financières comme la liquidité des marchés boursiers est liée à une croissance économique élevée selon : Rousseau et Wachellet en 2002.

L'optique de relation dominée par la sphère financière selon l'approche néo libérale, n'a pas fait l'objet d'une unanimité. Maints auteurs ont affirmé, au contraire que le système financier suit passivement la sphère productive. Aussi ont-ils prôné une articulation véhiculée d'avantage par le réel.

Robinson J (1952) soutient l'idée que le développement économique crée des demandes de services financiers ; le système financier ne fait que répondre automatiquement aux dites demandes lui attribuant ainsi un rôle passif. Goldsmith R.W (1969) dans son étude sur un échantillon de 35 pays remarque que les périodes caractérisées par une croissance rapide sont accompagnées par l'amélioration des services financiers et l'émergence de nouvelles institutions financières, ainsi il a signalé sans pour autant l'approfondir l'idée de l'influence de la croissance sur le développement financier.

Mattart F (1974) qui précise que dans certains pays, le rôle du marché financier dans le financement de la révolution industrielle était faible au départ. Le rôle dudit marché devient crucial à la suite de l'accumulation d'une épargne et de masse de profits importants. Son rôle

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

consiste à investir les dites ressources financières dans des projets productifs plus rentables permettant de promouvoir le développement économique. Ainsi, l'industrie influe sur l'architecture du système financier et conditionne son évolution. Le développement des marchés financiers peut être interprété comme le résultat des demandes exprimées par le secteur productif ; la causalité vue précédemment est alors inversée : le processus de croissance exige de nouveau mode de financement, ce qui provoque le développement des marchés financiers.

L'on remarque que ni les études des auteurs de l'approche par l'offre, ni celles des théories par l'entraînement par la demande ne font l'unanimité. Ce qui a poussé d'autres auteurs à repenser à la question et sont arrivés à l'idée de complémentarité entre ces deux sphères est donc à une double causalité.

Patrick H.T (1966) a mis en évidence une relation causale à double sens entre le développement financier et la croissance économique en distinguant la phase de l'entraînement par l'offre caractérisée par l'influence, au départ, de la finance sur la sphère productive, et la phase de l'entraînement par la demande marqué par l'influence de la croissance sur le système financier dans son ensemble. En effet, Greenwood J et Jovanovic B (1990) ont présenté un modèle où l'intermédiation financière et la croissance économique sont conjointement déterminées, c'est-à-dire endogènes. Ils sont arrivés à affirmer la relation causale à double sens entre le développement du marché financier et le développement économique. Le processus de croissance stimule la création et l'expansion des institutions financières. Ces dernières, en collectant les informations fiables sur les projets d'investissements les plus rentables, accroissent le niveau qualitatif des investissements affectant par-là, la croissance économique.

Il faudrait cependant, souligner qu'on note dans la littérature une prépondérance des travaux aussi bien théoriques qu'empiriques qui suggèrent une relation positive entre l'évolution financière et monétaire et la croissance économique. On pourrait éventuellement appuyer cette idée par la crise des subprimes qui nous démontre comment l'effondrement du système monétaire et financier plus particulièrement des marchés financiers conduit à l'effondrement économique, cet effondrement est aggravé par la globalisation qui le rend mondial.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Conclusion :

Le marché financier représente l'un des deux circuits de financement de l'économie à côté de l'intermédiation bancaire. Il a pour vocation de mettre en relation directe les demandeurs et les pourvoyeurs de fonds. Son organisation, ses intervenants ainsi que son cadre réglementaire font de lui une industrie de collecte, de transformation et d'allocation de ressources.

Le marché financier favorise la croissance économique et joue un rôle majeur dans l'expansion des activités financières et le renforcement des liens entre la sphère réelle et la sphère financière. Aujourd'hui ses rôles sont beaucoup plus étendus tels :

- La mise en commun des fonds pour entreprendre des projets de grande taille ;
- Subdivision du capital des entreprises permettant aux investisseurs de diversifier leurs investissements ;
- Permet de répartir dans le temps, l'espace ou les secteurs les ressources disponibles ;
- Il fournit des outils de gestion des risques, des informations à bas coût sur les prix, ce qui permet une prise de décisions décentralisées, et il atténue les conflits entre les parties à un contrat.

D'un point de vue conceptuel, le marché financier est d'autant efficace qu'il est liquide, qu'il y a atomisticité, que l'accès à l'information est libre pour tous, que le coût des transactions est faible et que les individus sont rationnels au sein d'un système financier développé et un environnement socio-économique stable.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Chapitre 2: La croissance économique.

Introduction :

L'amélioration du niveau de vie de la population et la garantie du bien-être social sont des objectifs ultimes des pouvoirs publics. Quelles que soient les politiques suivies, ces objectifs ne peuvent être atteints sans une croissance économique soutenue et durable. La croissance économique est synonyme de production de biens et services, de créations d'emplois et de richesses. Elle assure, lorsque, bien exploitée, la prospérité économique, sociale et humaine. Pour toutes ces raisons, la compréhension de la croissance, de ses mécanismes, de ses déterminants et de ses sources a toujours été un souci majeur des décideurs et des concepteurs des politiques économiques. Il est clair que la croissance économique n'est pas une panacée pour les problèmes du pays, mais elle facilite l'implémentation des politiques publiques qui complètent les insuffisances de la croissance. En bref la croissance est une condition nécessaire mais non suffisante pour assurer le bien-être social.

Section 1 : Définition, indicateur de la croissance, fonction de production usuelles et progrès technique.

1-1 : Concept de la croissance économique.

En peut définir La croissance économique comme l'évolution à moyen et long terme du produit total et surtout du produit par tête dans une économie donnée.

•Selon Kuznets «La croissance est essentiellement un phénomène quantitatif. A cet effet, on peut définir la croissance économique d'une nation comme un accroissement durable de la population et du produit par tête »¹⁷

•Aussi pour Perroux 1961«La croissance est définie par l'accroissement durable de la dimension d'une unité économique, simple ou complexe, réalisé dans des changements de structure et éventuellement de système, et accompagné de progrès économiques variables».¹⁸

1-2 : Articulation entre la croissance économique et la production.

La production, c'est l'activité économique de créer, à partir de facteurs de production tels que le capital, le travail et la terre, des biens et services s'échangeant habituellement sur le marché. Etudier la production consiste dans un premier temps à identifier et à définir les facteurs de

¹⁷ Mohammed Tilili Hamdi- Rami abdelkafi « elements de croissance économique » 2009 p7

¹⁸ Op cite Mohammed Tilili Hamdi- Rami abdelkafi p7.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

production que sont le travail et le capital, puis dans un second temps à présenter l'organisation de la production à travers ce que l'on appelle le système productif.

-a Les facteurs de production.

La relation entre la quantité produite (Y) et les quantités de facteur travail (L) et capital (K) est généralement exprimée à l'aide d'une fonction de production⁷, notée :

$$Y = f(K, L) \dots \dots \dots 4$$

Les économistes cherchent ainsi à mesurer les variations sur une longue période des quantités et de la qualité de facteurs utilisés afin de pouvoir calculer l'augmentation de PIB que de telles variations auraient dû produire.

➤ Le facteur de travail :

est un flux et non un stock qui s'accumule. Cependant la quantité de travail s'accroît au cours du temps parce que la population augmente. La théorie économique n'explique pas, en général, cette augmentation de la population. Celle-ci est supposée exogène, c'est à dire non expliquée par la théorie : $n = DL/L$.

Pourtant Malthus (1798) avait souligné que les variables économiques, comme le revenu par tête, les taux de salaires déterminaient les taux de fécondité et de mortalité. La croissance démographique pourrait être expliquée de façon endogène. Par exemple Gary Becker (1988) explique que l'on fait des enfants par altruisme parce qu'ils augmentent l'utilité mais aussi par intérêt parce qu'ils subviendront à nos besoins quand on sera vieux.

➤ Le facteur de capital :

est un stock qui s'accroît au cours du temps parce qu'il est accumulé par des individus qui épargnent et qui investissent. Cette propriété d'accumulation est essentielle pour expliquer le phénomène de croissance comme l'avaient vu A. Smith (1776) et Turgot (1766); puisque, au cours du temps, le stock de capital augmente, la production augmente. Peut-on expliquer cette accumulation ? Oui, car selon la théorie économique, les individus investissent parce qu'ils sont incités par le profit qu'ils attendent de leur investissement. On a donc là une explication endogène de la croissance : il y a croissance parce que des individus motivés par les profits, investissent, et, ce faisant, contribuent à l'accumulation du capital de la société et donc, indirectement, à la croissance de l'économie.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

1-3 : Le progrès technique :

Le progrès technique joue un rôle essentiel dans la croissance de la production et dans l'utilisation des facteurs de production.

Le progrès technique est lié à la connaissance scientifique mais également à l'expérience et la recherche des entreprises.

➤ Le progrès technique, appréhendé sous l'angle de la connaissance scientifique, peut concerner aussi bien les produits, que les procédés de fabrication ou les modes d'organisation. Dans le cas de produits, le progrès technique apparaît à travers la mise au point de nouveaux produits. Il peut s'agir de produits ou consommations intermédiaires (exemple des fibres optiques qui ont remplacé progressivement le cuivre et l'aluminium dans les communications), ou de produits de consommation finale (caméscopes, platine laser...). Dans le cas des modes d'organisation, le progrès technique touche le système de production dans son ensemble (Organisation Scientifique du Travail de Taylor, Travail à la chaîne de Ford, spécialisation ou diversification...) ou l'entreprise toute entière (Apparition d'une Direction des Ressources Humaines, de l'Ergonomie...). Dans le cas des procédés de fabrication, le progrès technique prend la forme de nouveaux équipements (robotisation, PAO : Production, assistée par Ordinateur...) ou d'une nouvelle conception du travail (3x8, flexibilité...).

Plusieurs révolutions technologiques se sont succédées depuis la fin du XVIIIème siècle, affectant à chaque fois quatre domaines principaux (l'énergie, les matériaux, les machines, les transports). Il semble qu'aujourd'hui une nouvelle révolution industrielle (la 4ème) touche les technologies de l'information (électronique et informatique, fibres optiques, ordinateur, Internet...). A côté de ses changements fondamentaux, il s'est opéré une remise en cause des anciennes formes d'organisation du travail (Taylorisme, Fordisme). **Le Toyotisme** met ainsi l'accent sur l'adaptation de la production à la demande, à la qualité des produits, à la réduction des stocks, le Juste à Temps, et à la polyvalence du personnel). L'Ecole des Ressources Humaines redéfinit les relations entre l'entreprise et ses salariés (adaptation de l'entreprise aux salariés : concept de l'entreprise citoyenne).

- Le progrès technique s'appuie également sur les programmes de recherche mis en place par les entreprises et l'expérience acquise au fil des années. On distingue généralement deux types d'expérience : l'expérience par la pratique illustrée par la « courbe d'expérience » qui met en relation la production cumulée avec les coûts de production et l'expérience par les interactions des agents économiques appréhendée par la densité et la qualité des échanges d'informations au sein de l'entreprise (facteur de diffusion du progrès technique).

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

La recherche des entreprises est quant à elle dissociée en trois types : la recherche fondamentale qui contribue à ouvrir l'espace des connaissances et à mettre à jour des possibilités lointaines, la recherche appliquée qui se voit fixer des objectifs concrets et doit déboucher sur des brevets commercialisables, enfin la recherche-développement qui permet de passer du stade de l'invention d'un nouveau produit ou d'un nouveau procédé à celui de réalisation.

➤ Les relations entre croissance et productivité:

Le niveau du PIB peut être comptablement décomposé comme le produit de la productivité horaire du travail, du nombre moyen d'heures travaillées et de l'emploi total. Dans un rapport intitulé « Productivité et Croissance », Patrick Artus et Gilbert Cette (2004) ont signalé que l'articulation économique entre la croissance de la productivité et celle de ses deux composantes comptables (PIB et emploi) était complexe.

- Sur le court terme, les inerties de l'ajustement dynamique de l'emploi à la production induisent une relation négative entre emploi et productivité, cet effet étant parfois appelé « cycle de productivité ».

- Sur le moyen terme, des déséquilibres persistants peuvent exister sur le marché du travail, le taux de chômage effectif s'écartant durablement de son niveau d'équilibre (le NAIRU). Le chômage peut par exemple durablement comprendre une composante keynésienne plus ou moins importante (insuffisance de la demande globale). Si le taux de chômage est ainsi supérieur au NAIRU, un ralentissement de la productivité peut aboutir à rapprocher ces deux grandeurs, via une baisse du taux de chômage effectif (contraction de la composante keynésienne du chômage) et, éventuellement, une hausse du NAIRU (si le choc de productivité induit des conflits de répartition). Le niveau de l'emploi est ainsi augmenté et celui du PIB peut éventuellement être réduit. Deux effets s'opposent, le premier pouvant au mieux compenser le second : l'augmentation de l'emploi est favorable au niveau du PIB mais le ralentissement de la productivité lui est défavorable.

- Sur le très long terme, l'effet d'un choc de productivité sur le niveau d'équilibre du PIB et sur l'emploi dépendait de multiples mécanismes, dont la répartition directe du choc de productivité entre rémunérations des facteurs travail et capital ; et les conséquences sur les prix des éventuels conflits de répartition de ce choc. Ainsi, l'effet d'un choc de productivité sur l'équilibre macroéconomique dépend de son impact sur le taux de chômage d'équilibre (c'est-à-dire sur le NAIRU). Un ralentissement de la productivité aboutit à une hausse du NAIRU, ou au mieux à une stabilité si les salariés acceptent une répercussion de ce

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

ralentissement dans leurs salaires. Autrement dit, un ralentissement de la productivité ne peut aboutir qu'à un maintien, voire une dégradation, du niveau de l'équilibre sur le marché du travail. Dans ces conditions, le PIB est réduit à long terme en raison à la fois de la moindre productivité, et aussi de l'éventuelle baisse de l'emploi associée à ce choc négatif sur la productivité. Ces effets défavorables sur le niveau d'équilibre du PIB et éventuellement de l'emploi peuvent être amplifiés si les conflits de répartition du choc de productivité se traduisent par une augmentation de l'inflation, du fait des effets négatifs de l'inflation sur la demande interne et externe. Inversement, une accélération de la productivité aboutit à une élévation du PIB et, dans l'hypothèse où elle induit une baisse du NAIRU, à une augmentation de l'emploi et une réduction du chômage.

Les évaluations internationales de PIB par habitant et de productivité du travail proposées sur l'année 2002 par l'OCDE (Schreyer et Pilat, 2001), Eurostat (Stapel, 2002) et Van Ark et Mc Guckin (2003) tendent à donner les enseignements suivants :

- Les États-Unis sont le pays industrialisé où le PIB par habitant est le plus élevé. Le niveau du PIB par habitant de l'ensemble de l'Union européenne, comme d'ailleurs de chacun des quatre principaux pays de l'Union, ainsi que du Japon, serait très nettement inférieur (d'environ 25 à 30 points) au niveau atteint par les États-Unis ;
- les pays dans lesquels le niveau de la productivité horaire du travail est le plus élevé feraient partie de l'Europe continentale. La France serait d'ailleurs particulièrement performante, derrière la Belgique.
- Compte tenu de la faible productivité horaire relative de certains pays européens comme l'Espagne et plus encore le Portugal et la Grèce, la productivité horaire serait, dans l'ensemble de l'Union européenne, nettement inférieure (d'environ 10 points) au niveau moyen des États-Unis. L'écart serait encore plus important pour le Royaume-Uni (environ 20 points), le Canada (15 à 20 points) et le Japon (25 à 30 points).

Selon Patrick Artus et Gilbert Cette (2004), « la dégradation, relativement aux États-Unis, de la situation des pays d'Europe continentale entre le niveau de productivité horaire et le niveau du PIB par habitant s'explique à la fois par la durée du travail plus courte et un taux d'emploi plus faible ». La durée du travail plus courte peut résulter d'une durée collective elle-même plus courte ou d'un développement important du travail à temps partiel, voire parfois de ces deux facteurs conjointement. Le taux d'emploi peut résulter d'un taux de participation plus faible ou d'un taux de chômage plus élevé. Le tableau 4 tend à montrer que

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

l'écart de PIB par habitant vis-à-vis des Etats-Unis s'expliquerait comptablement par :

- (1) une durée moyenne du travail plus courte pour les Pays-Bas, la Norvège, l'Allemagne, la France et la Belgique ;
- (2) une part de l'emploi à temps partiel plus forte aux Pays-Bas, au Japon, au Royaume-Uni et en Norvège ;
- (3) un taux d'emploi plus faible pour l'Italie, la Grèce, l'Espagne, la Belgique et la France...

➤ La relation Progrès technique et facteurs de production:

Le calcul de la contribution de chaque facteur de production (travail et capital) à la croissance économique (taux de croissance du PIB), montre que, même en tenant compte des améliorations des facteurs, une partie de la croissance économique reste inexpliquée. C'est ainsi que P. Dubois montre qu'une partie significative de la croissance économique s'explique non par l'augmentation des quantités de facteurs de production utilisés, mais par l'introduction du progrès technique. Alors que le taux de croissance de l'économie française avait été de 5,2% par an de 1951 - 1973, les contributions des facteurs travail et capital étaient respectivement de 0.55% et 1.55%. Le progrès technique expliquerait à lui seul plus de 3% de cette croissance. Le progrès technique joue en effet un double rôle sur la croissance économique :

- il stimule la demande (création de nouveaux biens et nouveaux besoins, amélioration des produits arrivés à maturité ou en déclin)
- il stimule l'offre (amélioration de la productivité des équipements, meilleure organisation du travail) tout en modifiant l'utilisation des facteurs de production. Il contribue, d'une part à la substitution du travail qualifié au travail non qualifié (l'introduction de machines plus sophistiquées nécessite des niveaux de qualification plus élevés, on observe ainsi une modification de la structure des emplois), d'autre part, à la substitution du capital au travail (le progrès technique en perfectionnant les équipements les rend plus productifs et permet d'économiser du travail. Ceci a bien sûr une conséquence non négligeable sur la montée du chômage et la réduction de la durée du travail).

1-4: Les indicateurs de la croissance économique.

Mesurer la croissance est un exercice difficile, c'est pourquoi de nombreux économistes ont cherché à dépasser le concept du PIB afin d'introduire des indicateurs alternatifs.

➤ Le concept de PIB

Le PIB repose sur un ensemble de conventions. Il opère des choix sur ce qui compte et sur la

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

manière de le compter. Il mesure ce qui est produit, pendant une période donnée par du travail rémunéré. Cette convention traduit un double consentement : en comptabilisant la production marchande à son prix de marché, le PIB exprime le consentement des individus à payer pour obtenir les biens et les services ; en intégrant des dépenses publiques, sur la base de leur coût de production, il reflète également les choix collectifs d'une société donnée. Par son mode de calcul, le PIB rend de grands services, il permet de sommer les valeurs ajoutées de tous les secteurs institutionnels sur un territoire donné. Il est ainsi possible de savoir comment la richesse est créée, utilisée et répartie. Le PIB, en tant qu'outil de la comptabilité nationale est donc un bon moyen de comprendre le fonctionnement d'une économie et de conduire une politique économique.

Le PIB ne peut se passer de la monnaie qui lui sert d'unité de compte. Le PIB en valeur permet en effet de résumer la complexité des phénomènes réels et monétaires. Pour autant, le prix d'un bien ou d'un service ne permet pas de saisir toute la dimension de sa valeur. D'une part, la valeur monétaire ne se confond pas avec la valeur d'usage. Un billet de 20 euros n'a pas la même signification pour un pauvre et pour un riche (retour sur le concept d'utilité). Ensuite, le marché n'étant pas parfait, les prix peuvent être tronqués ou ne pas être un bon indicateur de la rareté d'un bien ou de l'utilité qu'il procure. Enfin, certains biens n'ayant pas de prix, ne sont pas comptabilisés dans la richesse nationale tout en participant au bien être individuel et collectif (soins prodigués aux proches, travail domestique, activités citoyennes, service rendu par l'air que l'on respire, balade dans une forêt, consommation de l'eau d'une source...).

Cette manière d'appréhender la richesse nationale a cependant évolué suite à trois changements majeurs (Moatti, 2009) :

-Le début des années 70 a été marqué par le Rapport Meadows soulignant la fragilité des équilibres naturels et la finitude des ressources. A ce sujet, le PIB pose deux problèmes. D'une part, il ignore les ponctions que la production opère sur le patrimoine naturel et qui conduisent à la dégradation de l'environnement et à l'épuisement des ressources non renouvelables. D'autre part, il ne mesure qu'une production brute, il ne tient pas compte de l'amortissement du capital naturel, quand bien même on parviendrait à l'évaluer monétairement.

-Les transformations structurelles des économies ont affecté la pertinence du PIB comme mesure de la production. Le rôle économique de l'Etat, l'accélération du cycle de vie des produits sous l'effet du changement technologique et l'investissement immatériel

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

sont encore mal pris en compte dans les statistiques nationales.

-Enfin, il semblerait qu'au-delà d'un certain niveau de richesse, toute corrélation disparaîtrait entre l'espérance de vie ou l'accès à l'éducation et le PIB. Ce que Dominique Méda (2008) nomme « les corrélations rassurantes », montre que loin d'observer une réduction des inégalités dans les pays riches, on assiste au contraire à leur creusement. Mais si tout le monde est bien d'accord pour souligner les limites et les insuffisances du PIB, il est encore difficile de savoir ce que l'on pourrait mettre à la place. Le PIB est le résultat d'une longue réflexion qui prend comme source, le cadre comptable édifié par les économistes au lendemain de la seconde guerre mondiale. Ce cadre a subi quelques évolutions depuis, cependant il peine à répondre aux besoins du moment. Il a bien été proposé de corriger le PIB actuel en y ajoutant la valeur monétaire des activités non marchandes telles que le travail domestique et en retranchant les coûts sociaux et environnementaux, néanmoins les comptes nationaux continuent de résister à cette extension en évoquant le problème de la fiabilité de leur modèle. La solution qui a été proposée, est celle des comptes satellites. Il en existe notamment pour la santé, l'éducation, la protection sociale, les transports, le logement...

En matière d'environnement, le standard international est le système de comptabilité économique et environnementale intégré. Il s'agit de retracer en détail les interactions entre économie et environnement à travers des comptes établis en unités physiques (consommations de matières et d'énergie, déchets et pollution, stocks de ressources naturelles...).

➤ Les indicateurs alternatifs de la croissance

Les organisations internationales telles que le Programme des Nations Unies pour le Développement (Pnud), la Banque Mondiale, l'« Institut américain Redefining Progress », la Commission Européenne ou les organisations non gouvernementales ont ouvert la voie en prenant une série d'initiatives.

Les experts du Pnud utilisent l'IDH : Indice de Développement Humain. Cet indicateur synthétique combine trois critères : le PIB par habitant, l'espérance de vie à la naissance et le niveau d'instruction (taux de scolarisation et taux d'alphabétisation). Il consiste à ramener des grandeurs disparates sur une échelle allant de 0 à 1 puis à les additionner.

-La Banque Mondiale a mis au point l'épargne nette ajustée encore appelée, épargne véritable, pour exprimer la variation du capital économique, humain et naturel d'un pays à l'issue d'un cycle de production. A partir de la mesure standard de l'épargne nationale brute, il procède à

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

quatre types d'ajustements : déduction de la consommation de capital fixe, ajout des investissements en capital humain (dépenses d'éducation), déduction de la baisse des stocks de ressources naturelles consommées (énergie, minerais, forêts) et des dommages causés par la pollution (émissions de CO_2).

-L'institut américain Redefining Progress a proposé en 1995 un indicateur de progrès véritable.

-Les experts européens disposent de 155 indicateurs pour analyser le développement durable, dont une dizaine d'indicateurs dits de premier rang incarnent les objectifs majeurs (le PIB par habitant doit rendre compte du développement socioéconomique).

-Enfin, les ONG réunies au sein du Global Footprint Network utilisent l'empreinte écologique. Cette dernière évalue l'impact de la consommation d'une population donnée selon la surface de sol et d'océan nécessaire pour la produire et pour assimiler les déchets qu'elle génère. Si l'empreinte dépasse la biocapacité (c'est-à-dire la capacité de la terre à produire ses ressources et à absorber les déchets), cela signifie que les capacités régénératrices de la planète sont dépassées (il faudrait aujourd'hui 1.3 planète pour absorber l'impact des activités humaines). Cet indicateur n'utilise pas la monnaie comme unité de compte, mais la notion d'hectare global. Ce qui suppose d'établir des équivalences entre différents types de surface (surfaces cultivées, zones de pêches, surfaces forestières...) et de faire des hypothèses sur leurs rendements. Par ailleurs, l'empreinte écologique porte sur la consommation et non sur la production. Le message véhiculé n'est donc pas le même : les pays riches les plus consommateurs d'énergies et de ressources ont une part de responsabilité dans l'état actuel de notre planète.

La croissance économique est une priorité dans nos sociétés actuelles. Elle se conçoit comme un processus générant par lui-même de nombreux bénéfices, tels que réduire la pauvreté et les inégalités, en finir avec le chômage, solutionner les problèmes environnementaux et accroître le bien-être de la population mondiale. Cependant, cette recherche d'une croissance économique toujours plus élevée fait que les écosystèmes et l'atmosphère subissent une pression énorme et croissante. En seulement quelques siècles, les limites de la planète ont été dépassées. Nous observons une extinction imminente des espèces, un réchauffement planétaire rapide et la déplétion de certaines

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

ressources naturelles. De plus, les différences entre les pays riches et les pays pauvres sont devenues inadmissibles et la situation sur le marché du travail est devenue préoccupante

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Section 2: La théorie de la croissance économique selon les classiques et les néoclassiques.

La plupart des manuels de théorie économique, d'histoire de la pensée économique et d'histoire des faits économiques, font remonter les origines de la croissance à la première révolution industrielle. Initié en 1776 par la vision optimiste d'Adam Smith (vertus de la division du travail), le thème de la croissance réapparaîtra au 19ème siècle dans les travaux de Malthus, Ricardo et Marx. Il faudra cependant attendre le 20ème siècle et les années 50 pour que les modèles théoriques de la croissance connaissent un véritable succès. Les modèles post-keynésiens (Harrod-Domar) et néoclassiques (Solow) ont introduit un véritable débat sur la question de la croissance équilibrée¹⁹. Depuis les années 70-80, la croissance a connu un nouvel essor sous l'impulsion des théoriciens de la régulation et de la croissance endogène.²⁰

2-1: les Classiques.

Depuis plus de deux siècles, les économistes s'interrogent sur les causes de la croissance. Adam Smith, Thomas Malthus, David Ricardo et Karl Marx sont les véritables précurseurs de cette réflexion.

➤ La division internationale d'Adam Smith (1776)

Dans ses Recherches sur la nature et les causes de la Richesse des Nations (1776), Adam Smith met en évidence le rôle de la division du travail (surplus, marché, gains de productivité) comme facteur de croissance. Cette division du travail se trouve renforcée par la participation du pays au commerce international (théorie des avantages absolus). L'optimisme de Smith apparaît à travers les traits d'une croissance illimitée (elle dure tant que l'on peut étendre la division du travail et le marché).

➤ Le principe de population de Thomas Malthus (1796)

Dans son Essai sur le principe de population (1796), Thomas Malthus considère que la croissance est limitée en raison de la démographie galopante. Il attribue la misère en Angleterre au décalage entre deux lois : la loi de progression arithmétique des subsistances et la loi de progression géométrique. La sortie de cet état passe par la mortalité, la baisse de la natalité et le célibat.

➤ Les rendements décroissants de David Ricardo (1817)

Dans ses principes de l'économie politique et de l'impôt (1817), David Ricardo souligne que la croissance est limitée par la loi des rendements décroissants. La valeur ajoutée se répartit

²⁰ Op cite Mohammed Tilili Hamdi- Rami abdelkafi p39.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

entre trois agents : les propriétaires fonciers (rente foncière), salariés (salaire de subsistance) et le capitaliste (profit). Précisons que le profit des capitalistes est résiduel, c'est-à-dire qu'il intervient une fois le salaire et la rente foncière payés. Lorsque la population s'accroît, il convient d'augmenter la production agricole, or les nouvelles terres mises en culture sont de moins en moins productives. Le coût de production va donc s'élever, entraînant inévitablement la hausse des salaires et de la rente foncière. Les profits vont se réduire jusqu'au moment les capitalistes ne seront plus incités à investir. L'économie atteint la situation d'état stationnaire. Afin de retarder cette situation, Ricardo préconise d'augmenter les gains de productivité dans l'agriculture grâce au progrès technique et de s'ouvrir au commerce international (théorie des avantages comparatifs).

➤ La destruction du capitalisme selon Marx (1844)

Karl Marx a été le premier économiste à proposer un modèle formel de croissance, à l'aide de ses schémas de reproduction élargie. Il considère que la croissance est limitée dans le mode de production capitaliste en raison de la baisse tendancielle des taux de profit (1867, *Le Capital*). En effet, la recherche d'une plus-value toujours plus importante (notamment grâce à des salaires bas, que Marx appelle, Minimum de Subsistance) et la concurrence entre capitalistes devraient provoquer une paupérisation des ouvriers et un blocage dans le développement du système capitaliste (crise).

➤ Schumpeter (1911) et le rôle de l'entrepreneur

Dans son ouvrage, *Capitalisme, Socialisme et démocratie*, Joseph Schumpeter (1942) fait du progrès industriel la clé du changement. : « L'impulsion fondamentale qui met et maintient en mouvement la machine capitaliste est imprimée par les nouveaux objets de la consommation, les nouvelles méthodes de production et de transport, les nouveaux marchés, les nouveaux types d'organisation industrielle – tous éléments créés par l'initiative capitaliste ». En d'autres termes, le progrès industriel est porté par des innovateurs qui cherchent à emporter le gros lot (Schumpeter compare le jeu des affaires au poker).

L'analyse schumpétérienne est intéressante car elle ne repose pas seulement sur le progrès technique, sur l'évolution des connaissances ou les grandes inventions (avec le cycle des révolutions industrielles successives). Schumpeter y ajoute un héros le chef d'entreprise qui prend le risque de lancer un nouveau produit ou une nouvelle façon de produire, et une structure (la concurrence monopolistique) qui assure à celui qui a réussi son pari d'en percevoir une rétribution financière. Mais attention, il y aura peu d'élus pour beaucoup d'appelés. La « Destruction – créatrice » laissera certains derrière elle, cependant elle finira

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

par être bénéfique pour tous. Le système tout entier produira plus de richesse.

➤ Les modèles de croissance post-keynésiens

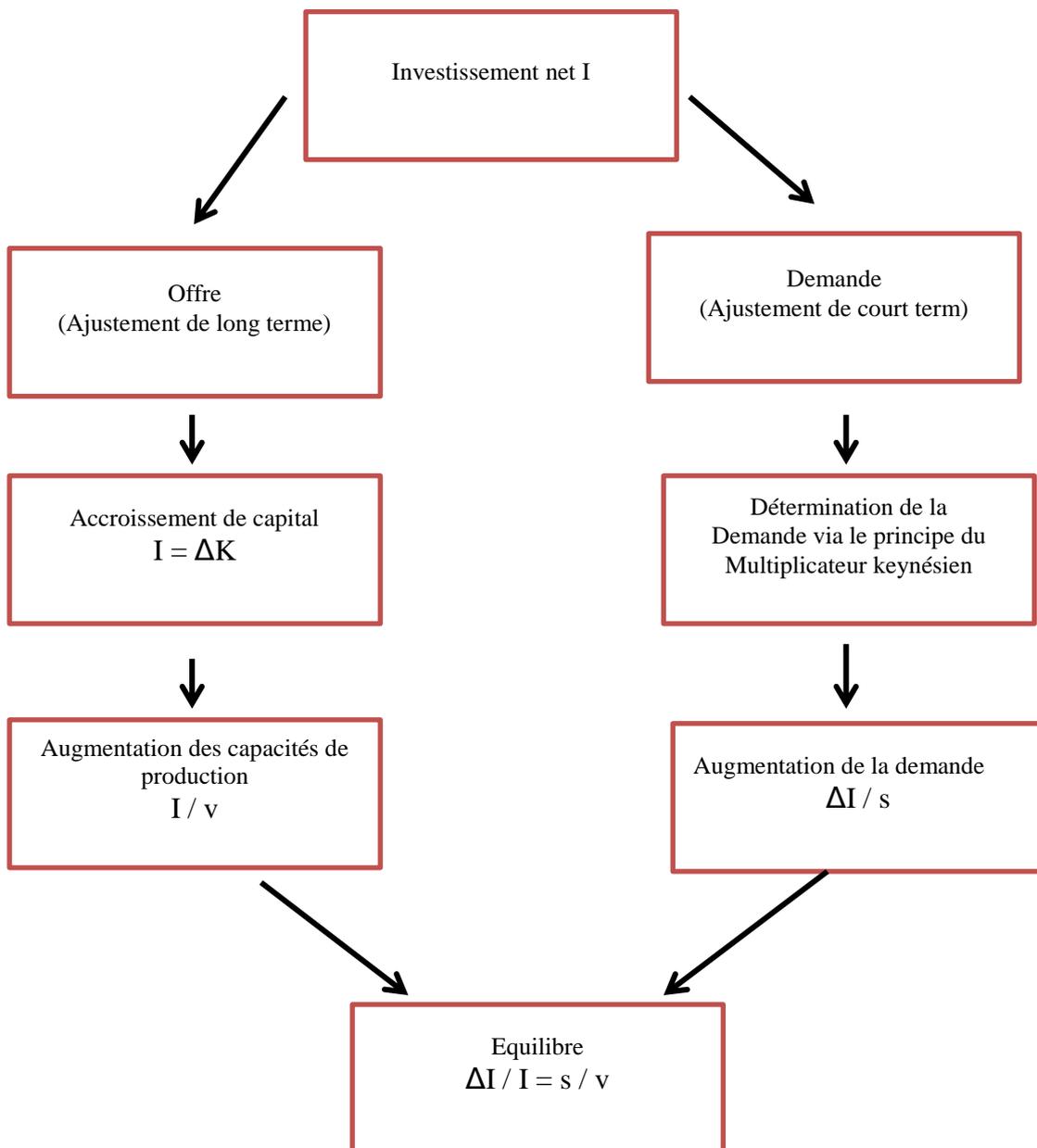
À la suite de la crise de 1929, de nombreux économistes inspirés par les travaux de J.M Keynes, vont s'interroger sur les possibilités d'une croissance équilibrée. Les modèles de Domar et Harrod vont chercher à rendre compte des conditions et caractéristiques essentielles de l'équilibre d'une économie capitaliste en croissance.

Le point de départ de Domar (1946) est de considérer que l'investissement exerce une double influence sur l'économie (Muet, 1993). Du côté de la demande (et à court terme), la variation de l'investissement détermine via **le principe du multiplicateur keynésien**, le niveau de revenu et de la demande globale. L'effet revenu associé à une augmentation de l'investissement ΔI , est égal à $\Delta I [1/ (1-c)]$ c'est-à-dire $\Delta I [1/s]$ où $s = (1-c)$ sachant que c et s représentent respectivement les propensions marginales à consommer et à épargner. Du côté de l'offre (et à long terme), l'investissement accroît la capacité de production. L'effet capacité stipule que l'investissement doit engendrer une stimulation de la capacité de production, via le mécanisme de l'accélérateur. L'investissement accroît les capacités de production dans une proportion égale à $1/v$ où v est le coefficient de capital et correspond à l'inverse de la productivité moyenne du capital soit $v = K/Y$ (où K est le stock de capital et Y la production). L'effet de capacité est donc égal $I (1/v)$.

Le problème de Domar prend ainsi la forme suivante : à quelle condition la hausse de la demande issue de la variation de l'investissement est-elle compatible avec l'accroissement de la capacité de production résultant de l'investissement ? Pour qu'il y ait croissance équilibrée, il faut que les revenus supplémentaires engendrés par l'effet multiplicateur permettent d'absorber la production supplémentaire obtenue. En d'autres termes, l'effet de revenu doit être égal à l'effet de capacité. Cette condition est vérifiée si l'investissement augmente à un taux constant égal au rapport entre la propension marginale à épargner et le coefficient de capital soit $\Delta I/I = s/v$.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

figure 6: La double nature de l'investissement cher Domar.



Alors que Domar met en évidence la nécessité pour le capital et la production de croître à un taux constant, Harrod va montrer que la croissance est par nature instable. Selon Pierre Alain Muet (1993), Harrod aurait été conduit à poser deux problèmes « dont l'un est la stabilité de la croissance, l'autre est la possibilité de maintenir le plein emploi ».

- En introduisant les anticipations de croissance dans la détermination de l'investissement,

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Domar arrive à la conclusion que la relation déterminant le taux de croissance par le rapport du taux d'épargne au coefficient de capital (taux de croissance garanti) est fondamentalement instable. La raison de cette instabilité sera que l'effet multiplicateur serait sans commune avec l'effet accélérateur, sauf pour une valeur bien particulière correspondant au régime de croissance équilibrée.

- En confrontant le taux de croissance garanti, g_w (qui équilibre l'offre et la demande sur le marché des biens) et le taux de croissance naturel, g_n (qui équilibre l'offre et la demande sur le marché du travail), Harrod met en évidence un paradoxe de la théorie keynésienne. Si g_w est supérieur à g_n , le rythme élevé de croissance pourra permettre de réduire le chômage. Mais lorsque l'économie tend vers le plein emploi, le taux de croissance effectif g sera limité par le taux naturel. La croissance réelle devient inférieure au taux garanti. Harrod en conclut que l'économie tendra progressivement vers la dépression du fait de l'insuffisance de la demande. Ainsi, un taux d'épargne élevé (ou insuffisant) serait néfaste au plein emploi. L'épargne est une vertu si g_w est inférieur à g_n .

2-2 : Les néoclassique :

Les analyses keynésiennes de la croissance suggèrent que la dynamique de l'économie devrait être caractérisée par une très forte instabilité ; dans ces analyses, il n'existe pas de forces de rappel des lors que le système ne croit pas au taux de croissance garanti. Elles ont été vues comme relevant plutôt de la théorie du cycle²¹. Leurs prédictions ont été perçues comme plus éloignées des faits stylisés de la croissance dans le long terme tels que les a rassemblés Nicholas Kaldor (1963) par exemple :

1. Le produit par tête croit au cours du temps, et son taux de croissance ne tend pas à diminuer.
2. Le capital (physique) par tête croit au cours du temps.
3. Le taux de rendement du capital est approximativement constant.
4. Le rapport du capital physique et du produit agrégé est approximativement constant.
5. Les parts de rémunération du travail et du capital dans le revenu national sont approximativement constantes.
6. Les taux de croissance du produit par tête différent selon les pays.

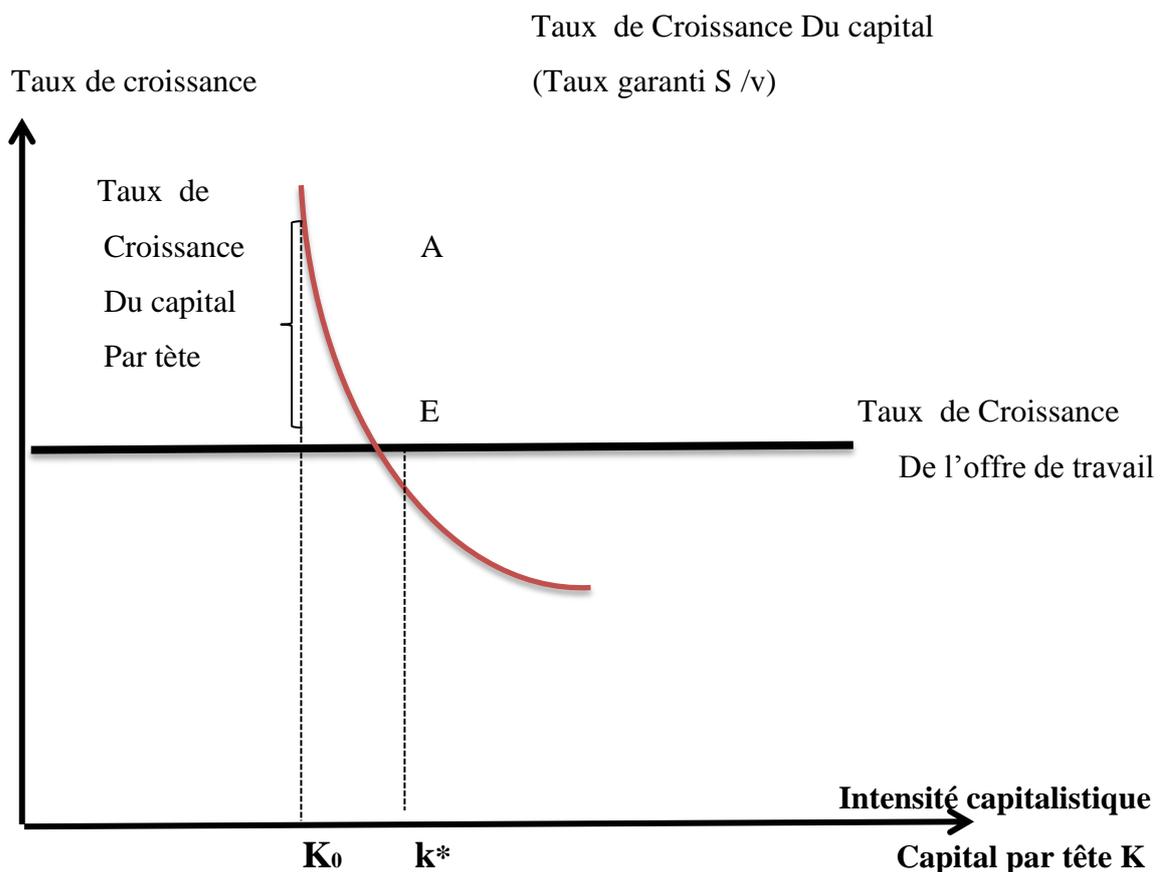
²¹ Schubert « la croissance régulière est caractérisée par une croissance de toutes les variables en niveau à un taux constant : la croissance est dite équilibrée quand elle est régulière et que le taux de la croissance est identique pour toute la variable » 1996 pp175.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

C'est en partie cela qui a motivé Solow (1956): « An expédition from Mars arriving on Earth having read this literature would have expected to find only the wreckage of a capitalism that had shaken itself to pieces long ago. Economic history was indeed a record of fluctuations as well as of growth, but most business cycles seemed to be self-limiting. Sustained, though disturbed, growth was not a rarity »²²

Il relâche l'hypothèse selon laquelle le coefficient de capital est constant pour introduire des rendements décroissants: le rendement du capital, bien que positif, est plus faible au fur et à mesure que le stock de capital agrégé s'élevé par rapport à la quantité de main-d'œuvre disponible ; de façon équivalente, le coefficient de capital augmente. Le cadre est sinon analogue à celui de Harrod-Domar.

Figure 7 : le modèle de croissance néoclassique.



²² Solow, R. [1956] « A contribution to economic growth theory » Quarterly Journal of Economics 70, 65-94.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

2-3 : Comparaison des modèles

Effectuons a présent un bref résumé et rappel des principales caractéristiques chaque courant économique ainsi que des principales différences.

- Dans le courant classique, tous les facteurs considérés sont exogènes. Aucun mécanisme ne permet donc d'assurer une croissance économique stable et durable.
- Dans le courant néoclassique, le taux de croissance de la population, le taux d'épargne et le niveau technologique sont des facteurs exogènes. Seulement le tableau suivant résumera les différentes théories de la croissance économique : capital est endogène au modèle. L'action volontaire des agents n'a donc aucun impact sur le rythme de la croissance. Si ces trois paramètres restent constants, la croissance économique sera aussi constante et aboutira à un état stationnaire.

L'introduction d'une amélioration possible du progrès technologique (modèle de Solow avec progrès technique) permet d'aboutir à une croissance continue.

- Le courant de la croissance endogène introduit deux hypothèses nouvelles par rapport aux courants précédents : d'une part, il suppose que le progrès technique est endogène ; d'autre part, il suppose un rendement constant du capital. Dans ce cadre, le comportement économique des agents, tel que le choix du taux d'épargne, influence la croissance. Plus le taux d'épargne est élevé, plus la croissance peut être forte. De plus, ils indiquent que les mécanismes de marché ont des limites et qu'une intervention de l'État est parfois nécessaire.
- À la différence des modèles classiques et néoclassiques, les modèles de soutenabilité faible et forte introduisent les limites des ressources naturelles. Or, les premiers continuent à se baser principalement sur des hypothèses néoclassiques. Il y a trois différences principales entre ces deux types de courants.

Premièrement, les premiers privilégient une soutenabilité économique alors que les deuxièmes veulent, avant tout, une soutenabilité environnementale (Vivien, F-D., 2009). En deuxième lieu, les premiers veulent que le bien-être soit maximisé dans le temps tout en maintenant le stock de capital, alors que les deuxièmes exigent le maintien du stock de capital naturel. Finalement, les derniers exigent que les générations présentes et futures soient traitées de la même façon. De plus, les premiers sont plus optimistes en ce qui concerne la capacité des humains pour résoudre n'importe quel problème nouveau auquel on doit faire face. Les autres,

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

au contraire, se posent des questions sur le succès des solutions technologiques précédentes et craignent que les problèmes futurs soient chaque fois pires (Lecomber, R., 1975)²³.

Tableau 2 nous montre les principales hypothèses correspondantes aux théories de croissance analysées et leurs différences selon le modèle.

Tableau 2: les théories de la croissance économique

Les théories de la croissance	Origine de la croissance	Caractéristiques
Adam Smith (1776)	Division du travail	Croissance illimitée
Robert Malthus (1798)	Réinvestissement productif du surplus	Croissance limitée en raison de la loi de population
David Ricardo (1817)	Réinvestissement productif du surplus	Croissance limitée en raison du rendement décroissant des terres
Karl Marx (1867)	Accumulation du capital	Croissance limitée dans le monde de production capitaliste en raison de la baisse tendancielle du taux de profit
Joseph Schumpeter (1911), (1939)	Rôle de l'entrepreneur Grappes d'innovations	Instabilité de la croissance, théorie explicative du cycle long de type Kondratieff
Harrod (1936, 1948, 1960) Domar (1946, 1957) Modèle post-keynésien	Le taux de croissance est fonction du rapport entre le taux d'épargne et le taux d'investissement	Instabilité de la croissance
Solow (1956, 1957, 1966) Modèle néo-classique	Population et progrès technique exogène	Caractère transitoire de la croissance en l'absence de progrès technique
Rapport Meadows (1972) Modèle du Club de Rome	Croissance exponentielle de 5 variables	La croissance est finie en raison de l'explosion démographique, de la pollution et de l'épuisement des ressources naturelles
Michel Aglietta (1976) Boyer et Mistral E. (1978) Robert Boyer (1986) Théorie de la régulation	Articulation entre régime de productivité et régime de demande	Diversité dans le temps et dans l'espace des types de croissance
P. Romer (1986) R.E Lucas (1988) R. Barro (1990) Greenwood et Jovanovic (1990) Théories de la croissance endogène	Capital physique, technologie, capital humain, capital public, intermédiaires financiers	Caractère endogène de la croissance, réhabilitation de l'Etat, prise en compte de l'histoire.
G. Becattini (1991) Modèle des districts industriels	Forme d'organisation industrielle et territoriale	Explications des inégalités régionales de la croissance

²³ Lecomber, R., (1975) Economic Growth Versus the Environment, Macmillan. p58.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

les théories de la croissance de l'époque ne pouvaient prétendre atteindre aucun de ces objectifs, véritables défis légués aux générations suivantes de théoriciens. Dans cette conférence, nous soutiendrons que l'apparition, au cours des 12 dernières années, d'une nouvelle vague de modèles de croissance dans lesquels la croissance est induite, non seulement par l'accumulation du capital et l'épargne, mais, plus fondamentalement, par les activités des entrepreneurs ou les innovations, lesquelles sont elles-mêmes stimulées ou facilitées par diverses caractéristiques de l'environnement institutionnel a radicalement changé la situation, en mettant à notre portée la solution des 3 défis précités.

Cette conférence est structurée comme suit : le premier démontre brièvement que les modèles de croissance basés sur l'accumulation du capital ne peuvent pas expliquer, en même temps, la croissance à long terme et la convergence de divers pays, sans compter qu'ils sont pratiquement muets au sujet des institutions; le deuxième présente le nouveau paradigme de la croissance et soutient que celui-ci permet pratiquement de relever les deux premiers défis; le troisième montre, avant de conclure, que le nouveau paradigme de la croissance peut facilement être développé de façon à rendre endogènes les transformations institutionnelles et à les relier aux changements technologiques endogènes, répondant ainsi au troisième défi.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Section 3: Le model de la croissance endogène.

La nouvelle théorie de la croissance « endogène » qui a germé des contributions de Romer (1986) et de Lucas (1988) a maintenant remplacé en gros l'ancienne théorie néoclassique de la croissance de Solow (1956) et de Swan (1956), qui figurait aux frontières des recherches universitaires. Toutefois, la théorie de la croissance endogène du millésime 2004 s'écarte de nombreux égards de celle du millésime 1988. Ces écarts proviennent des fruits qu'a produits la rencontre des progrès théoriques et des conclusions empiriques, rencontre qui nous rappelle la façon dont les composantes de base de la macroéconomie keynésienne ont été perfectionnées dans les années 50 et 60. Les tentatives mises de l'avant pour vérifier la théorie ont, dans certains cas, confirmé ses prédictions et débouché sur de nouvelles applications inattendues. Dans d'autres cas, les essais ont mis à jour d'importantes faiblesses que les théoriciens ont corrigées par l'ajout d'éléments de réalité qu'on ne trouvait pas dans la théorie originale. Mon but ici est de décrire les modifications qu'a subies la théorie au cours des quinze dernières années à la suite des nouvelles conclusions empiriques, de cerner les idées fondamentales à la base des modèles originaux qui ont survécu à ce processus de perfectionnement et qui ont été mises de côté, d'examiner une partie des succès empiriques de la théorie dans son état actuel et enfin de faire ressortir quelques-unes de ses principales incidences stratégiques.

3-1 : De la croissance exogène à la croissance endogène.

Dans les théories de la croissance jusqu'aux années 70, la croissance du progrès technique est considérée comme un phénomène exogène, c'est-à-dire que son origine n'est pas analysée dans le cadre de ces modèles. Le modèle de Solow (1956) comporte ainsi l'hypothèse d'un taux de croissance constant du progrès technique, qui intervient comme un cadeau tombant du ciel.

Dans la fin des années 80 et les années 90, essentiellement sous l'impulsion de Paul Romer, la théorie de la croissance endogène s'est développée²⁴. Elle prend comme point de départ que le progrès technique doit s'expliquer en tant que phénomène économique. Les connaissances sont des biens économiques, qui sont produits et consommés, mais dans des conditions particulières.

²⁴ Beaumais, O. et K. Schubert (1996). Les modèles d'équilibre général appliqués à l'environnement: développements récents. *Revue d'Economie Politique* pp233-234 .

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

En effet, la consommation de connaissances par un agent n'entame pas la quantité de connaissances disponibles pour les autres (non-exclusion). Ce ne sont pourtant pas nécessairement des biens publics, parce qu'on peut très bien (pour les idées nouvelles, non encore diffusées) mettre au point des mécanismes institutionnels permettant d'interdire à ceux qui ne veulent pas payer ces biens de les connaître ou de les utiliser : le brevet industriel est l'exemple type de ces mécanismes; le droit d'auteur est un autre exemple.

D'autre part, la production de connaissances implique des coûts importants, mais leur diffusion se fait à coût quasiment nul ; cela signifie que le coût marginal de la connaissance est nul dans le sens suivant : faire partager des connaissances données à un agent économique supplémentaire, quand d'autres les possèdent déjà, ne coûte quasiment rien ; cela signifie des rendements croissants.

Chez Romer, la productivité globale des facteurs A est appelée "stock d'idées" et la fonction de production est formulée ainsi :

$$Y_r = K^\alpha (ALY)^{1-\alpha} \dots\dots\dots(5)$$

Cette fonction a des rendements constants si on ne considère que les facteurs traditionnels, mais en incluant l'évolution du stock d'idées, les rendements deviennent croissants.

La production d'idées dépend du nombre de personnes L_A travaillant à la recherche-développement :

$$\Delta A = \kappa L_A \dots\dots\dots(6)$$

κ est le taux de découverte de nouvelles idées pas nécessairement une constante et la population active est divisée entre ceux qui produisent des biens et services L_Y et ceux qui produisent des idées L_A :

$$L = L_Y + L_A \dots\dots\dots(7)$$

La théorie de la croissance endogène a alors comme tâche essentielle de comprendre les déterminants de κ

– Dépend-il du stock déjà accumulé de connaissances, et dans quel sens ? Une hypothèse plausible est que plus les connaissances se sont accumulées, plus il est facile d'en élaborer de nouvelles, mais l'hypothèse inverse se justifie elle aussi, parce que les découvertes les plus faciles sont faites en premier.

– Une autre variable à considérer est le nombre de chercheurs ; si plusieurs chercheurs ou groupes de chercheurs sont en concurrence en vue d'une même découverte, cette concurrence pourra accélérer le taux de découvertes.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

À partir d'hypothèses concernant ces points on peut donc élaborer de très nombreux modèles de croissance endogène. Une caractéristique intéressante de ces modèles (d'une majorité d'entre eux en tous cas) est qu'ils montrent que, contrairement à la croissance exogène, la croissance endogène peut être aidée ou accélérée par des politiques économiques adaptées, comme des subventions à la recherche-développement (Romer démontre par exemple que le marché ne fournit pas des incitations suffisantes pour que le volume de recherche-développement soit optimal).

– En effet, si chaque découverte supplémentaire rend plus facile les découvertes suivantes, alors que chaque découvreur n'évalue la rentabilité de son travail qu'en fonction des conséquences immédiates de son invention, il y a une externalité positive ; cela signifie que les chercheurs doivent être incités à produire plus d'inventions qu'ils ne font normalement. Il faut créer plus d'incitations que ne le fait le marché, d'où le besoin de subventions.

– D'autre part il y a une externalité négative du fait de la duplication des recherches : deux équipes recherchant le même résultat ne font que multiplier le "coût social" par deux, puisqu'il n'y aura qu'une seule idée à l'arrivée, quand une des équipes aura réussi. Ici le marché produirait trop de recherche-développement !

– La troisième distorsion proviendrait de l'"effet de surplus des consommateurs", le détenteur d'un brevet ne jugeant de la rentabilité qu'à travers ses profits et non à travers les gains du consommateur ; en intégrant ce dernier à l'analyse, on obtiendrait un bénéfice plus grand. Ce dernier effet implique comme le premier la nécessité de relever le niveau spontané de recherche développement.

Comme on le voit, cette argumentation semble plaider en faveur d'un soutien public à la recherche-développement, surtout si les subventions sont conditionnelles à l'atténuation de la concurrence entre équipes de recherches. Cependant, elle ne permet pas réellement d'apprécier quel devrait être le niveau de ce soutien, et continue d'ailleurs à susciter des débats.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

3-2 : les théories endogènes de la croissance.

➤ Le mode AK

Analysons à présent le modèle le plus simple correspondant à ce type de théories. Il s'agit du modèle AK dont la fonction de production est décrite par:

$$Y = AK \dots \dots \dots (8)$$

La différence principale de ce modèle par rapport à celui de Solow, est la non décroissance de la productivité marginale du capital. Cela est possible car dans ces théories le capital ne correspond pas seulement au stock d'usines et d'équipements d'un pays, mais aussi à d'autres types de capital, tels que le savoir ou les connaissances (Mankiw, G.N., 2003). Le capital apparaît comme le seul facteur de production car le travail est assimilé au capital humain. La productivité marginale du capital est constante et les rendements d'échelle de la fonction de production sont croissants. En effet, lorsque la productivité marginale du capital est constante et que nous avons plusieurs facteurs de production, les rendements d'échelle sont croissants (Meon, P.G., 2010). Le taux de croissance à long terme par tête peut ainsi être positif indépendamment de tout progrès technique. En effet, le taux de croissance par tête du capital est :

$$g_k = sA \dots \dots \dots (9)$$

Le modèle AK génère donc de la croissance de manière endogène, même si la population ou le niveau technologique ne croît pas dans le modèle. Par après, d'autres modèles de croissance endogène ont attiré l'attention sur d'autres facteurs ayant un impact sur la croissance économique tels que l'apprentissage (P. Romer), les activités gouvernementales (R. Barro), l'éducation, etc. Cependant, il est généralement admis que le progrès technique est la source principale de la croissance. Ce progrès peut se présenter sous deux formes : il peut être d'une augmentation du nombre des variétés des biens de production et de consommation (P. Romer), ou il peut s'agir d'une amélioration de la qualité de tout un ensemble de produits existants (P. Aghion-P. Howitt).

Une autre différence avec le modèle de Solow est la prise en compte des externalités et donc la présence de l'Etat. En effet, puisque le savoir et les connaissances sont des biens non rivaux et non exclusifs, ils vont avoir des effets externes. L'Etat doit donc intervenir.

Une caractéristique commune des modèles présentes jusqu'à présent est l'absence de la prise en compte des limites sociales et environnementales. En effet, jusqu'il y a pas très longtemps, la science économique ne tenait pas compte de la nature en justifiant que le marché n'avait

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

pas a prendre en compte les ressources naturelles sur lesquelles ne pesait aucun droit de propriété (Harribey, J-M., 1998). La nature était supposée infinie. Or, les conséquences écologiques chaque fois plus visibles de la croissance économique ont mis en question l'infinitude de la nature et la possibilité d'une croissance illimitée. Cela a donné lieu à la création de modèles analysant les conséquences de l'existence d'une ressource renouvelable (et non renouvelable) sur la croissance et le bien-être. Il est devenu clair qu'une théorie de la croissance devait prendre en compte ces facteurs indispensables pour la production. Le résultat de cette prise de conscience de la société sur les limites physiques de la planète a été le concept de développement « soutenable » ou « durable », apparu en 1987, lors de la Commission mondiale de l'ONU, ce concept peut avoir deux interprétations : la soutenabilité « faible » et la soutenabilité « forte ».

➤ Le premier modèle de Römer

P. Römer est généralement considéré comme l'initiateur des programmes de recherche de la croissance endogène. S'inspirant de travaux antérieurs (Arrow, 1962 ; Sheshinski, 1967), le premier modèle de Romer (1986) reprend l'idée néo-classique que l'investissement privé en capital physique constitue une source de croissance, mais il le traite différemment²⁵.

«A firm that increases its physical capital learns simultaneously how to produce more efficiently. This positive effect of experience on productivity is called learning-by-doing or, in this case, learning-by-investing. (...), Learning-by-doing works through each firm's investment. Specifically, an increase in a firm's capital stock leads to a parallel increase in its stock of knowledge» (Barro and Sala-i-Martin, 1995). Pour qu'il y ait croissance auto-entretenu, il faut, on l'a vu, que le rendement marginal du capital physique soit au moins constant ou croissant. Dans ce but, les rendements d'échelle sont rendus croissants à l'aide des phénomènes d'«externalité» sur le stock privé de connaissances. Les «externalités» issues du capital physique proviennent alors de deux mécanismes.

Le premier les fonde sur la diffusion de connaissances entre firmes («*learning spillover*»). En accumulant du capital physique, l'entreprise accumule par là-même des connaissances dont peuvent bénéficier théoriquement les autres établissements. L'investissement en capital physique représente ainsi une source d'apprentissage par la pratique et ce savoir ne peut être approprié parfaitement par la firme qui le produit. Il se diffuse inévitablement aux autres agents à travers divers canaux, tels que le marché du travail, les relations professionnelles clients-fournisseurs, les réseaux relationnels, etc. Aussi, un investissement

²⁵ pour plus de détails voir Barro et Sala-i-Martin *Economic Growth* (1995), pp.146-147.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

productif privé a non seulement pour conséquence d'accroître la productivité de la firme qui l'a réalisé, mais aussi d'augmenter, dans les mêmes proportions (compte tenu de l'hypothèse d'«agent représentatif»), celle des autres établissements.

Le second mécanisme provient de l'existence de complémentarités techniques entre firmes et activités («*technological spillover*»). Par exemple, la fabrication de montres mécaniques nécessite une industrie spécialisée qui exige pour son activité des moyens de production efficaces. Ainsi, pour satisfaire les besoins spécifiques des maîtres-horlogers en matière d'outillages, d'instruments de précision et de machines, une nouvelle activité s'est progressivement développée, d'abord à l'intérieur des manufactures horlogères, pour se transformer, ensuite, en un véritable secteur industriel indépendant. S'il n'y avait pas eu, au départ, de coordination des moyens de production entre les maîtres-horlogers et les fournisseurs, les deux activités auraient certainement eu un développement ralenti, voire bloqué.

➤ Les modèles de Lucas

Une seconde voie explorée par l'école néo-classique pour endogénéiser le progrès technique, donc la croissance, et améliorer l'efficacité des facteurs de production consiste à envisager les possibilités offertes par l'accumulation du capital humain. R. Lucas (1988) pose l'hypothèse que le capital humain joue un rôle moteur essentiel dans les mécanismes de croissance endogène. «*The engine of growth in the model is human capital*»²⁶. «*...the production of human capital may be an alternative to improvements in technology as a mechanism to generate long-term growth*» (Barro and SaIa-I-Martin, 1995²⁷).

Le capital humain désigne le stock de connaissances valorisâmes économiquement et incorporées aux individus. «*By an individual's human capital I velli mean, (...), simply his general skill level*» (Lucas, 1988)²⁸.

Autrement dit, il traduit les niveaux d'éducation et de formation, la capacité à assimiler des connaissances nouvelles, la maîtrise de compétences et de savoir-faire spécialisés, l'expérience professionnelle d'un individu ou d'un groupe d'individus travaillant dans une même firme: «*...human capital as the skills embodied in a worker*» (Barro and SaIa-I-Martin,

²⁶ R. Lucas (1988) «*The engine of growth in the model is human capital*» (p.35).

²⁷ Barro and SaIa- I-Martin, 1995, op cite p.172

²⁸ Lucas, 1988, op cite p. 17

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

1995.). D'autre pan, ce capital ne se limite pas aux seules qualifications professionnelles, mais il incorpore également les capacités physiques et émotionnelles des individus (état de santé, force musculaire, habileté manuelle, empathie, relations aux autres, automotivation...) ainsi que leurs dimensions éthiques et culturelles (mentalité, loyauté, fidélité, précision...). Ainsi défini, le capital humain s'apparente à un bien privé dans la mesure où il est «appropriable» par l'individu qui en est porteur. Son rendement est alors privé, contrairement à celui de la connaissance non incorporée (premier modèle de Römer). L'hypothèse que le capital humain constitue un facteur de croissance n'est en soi pas nouvelle : la théorie classique et néo-classique soulignait déjà l'importance du rôle joué par la démographie. Ce qui est nouveau, en revanche, c'est l'analyse des fondements économiques de la formation du capital humain. Lucas propose ainsi deux modèles qui visent à lever les objections de l'analyse néo-classique en même temps qu'ils établissent la possibilité théorique d'obtenir endogènement une croissance soutenue. Ses deux modèles considèrent la manière dont les individus, en l'occurrence les salariés, consacrent du temps à acquérir (s'approprier), au cours de leur vie, de nouvelles connaissances/compétences dans le but d'améliorer leurs performances productives. L'offre de capital humain est alors jointe à celle de travail. Contrairement au premier modèle de Romer (où le capital physique représente la variable accumulée), le capital humain devient la variable accumulée à un rythme endogène et producteur de rendements d'échelle croissants dans la production et au niveau global. Une telle spécification implique que la connaissance/compétence soit incorporée aux individus.

➤ Le second modèle de Römer

Le second modèle de Romer (1990) constitue la synthèse des mécanismes fondamentaux de la croissance où interagissent les effets d'innovation, de spécialisation, d'indivisibilité et d'«extermalité». Suivant l'inspiration «smithienne». Romer situe la source de la croissance économique dans l'augmentation de la diversité des biens intermédiaires disponibles (differentiation horizontale). «Le progrès technique consiste à diversifier l'économie en accroissant le nombre de biens que les firmes savent produire» (Artus, 1993)²⁹. Alors que, dans un premier temps, l'augmentation de la spécialisation et de la variété des produits était engendrée par des effets d'apprentissage par la pratique réalisés à l'intérieur du secteur productif, elles proviennent maintenant des activités de R&D. Là encore, Romer a joué un rôle d'initiateur en intégrant explicitement le secteur de la recherche, ainsi que l'innovation technologique, à l'intérieur des mécanismes d'allocation de

²⁹ Patrick Artus, Croissance endogène : revue des modèles et tentatives de synthèse 1993, p. 199

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

ressources et en posant la question de leur rémunération. La croissance de la productivité des facteurs de production est alors attribuée à une activité économique *spécifique* et rémunérée qui produit un bien particulier : la connaissance technologique (ou technologie).

En outre, l'activité de recherche ne serait pas engagée sans une certaine rémunération. Pour pouvoir être commercialisé et procurer aux chercheurs des bénéfices privés, le produit de la recherche doit donc être au moins partiellement exclusif. Romer propose donc de caractériser le produit de la recherche comme un bien libre non rival et partiellement exclusif.

Une fois encouru le coût fixe de sa création, le produit de la recherche peut être répliqué à un coût négligeable et réutilisé à l'infini dans n'importe quel processus productif. Cette propriété de non rivalité est à la base des non convexités.

Elle signifie que la connaissance technologique n'est incorporée ni dans les facteurs de production traditionnels, ni dans le capital humain qui, eux, sont par nature rivaux. Romer s'oppose ainsi à ceux qui, comme Lucas, pensent faire de l'accumulation du capital humain le moteur d'une croissance soutenue. «Non seulement le capital humain nécessite pour être répliqué le même coût que pour être créé (formation), mais il existe également des bornes à son accumulation (durée de vie limitée, temps de formation limité...). Tel n'est pas le cas de la connaissance non rivale - issue des activités de recherche - qui constitue la base d'une croissance *a priori* illimitée» (Lordon, 1991)³⁰.

➤ Le modèle d'Aghion et Howitt

Dans la ligne schumpeterienne, Aghion et Howitt (1990) ont conduit leurs travaux non pas sur un approfondissement de la spécialisation des biens, mais sur l'amélioration de leur nature intrinsèque. Leur modèle est à trois secteurs d'activité comme dans celui de Römer. Le bien de consommation final est produit à l'aide d'une gamme continue de biens intermédiaires, lesquels sont produits par des firmes monopolistiques.

Le taux de croissance de l'économie dépend, ici aussi, du nombre de travailleurs qualifiés employés dans le secteur de la recherche. Toutefois, ils se démarquent de Romer sur au moins deux points :

- Le progrès technique se manifeste non plus par l'accroissement de la diversité des biens intermédiaires, mais par l'augmentation de leur qualité intrinsèque, autrement dit par une productivité accrue. La gamme des biens intermédiaires est, par hypothèse, de taille fixe - le meilleur produit chassant le plus mauvais - et il existe un nombre fini de produits intermédiaires qu'un marché peut contenir. Le processus d'innovation permet alors de

³⁰ Lordon, 1991 Théorie de la croissance: quelques développements récents. p.229

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

renouveler les biens à l'intérieur de la gamme de produits intermédiaires et d'en abaisser leur coût de façon permanente et cumulable ; le modèle admet l'existence d'une «externalité» *négative* de «destruction créatrice» : les monopoleurs ayant acquis les droits d'exploitation d'une innovation sont dépossédés de leur quasi-rente dès l'apparition de l'innovation suivante dont l'exclusivité est accordée à un nouveau concessionnaire. Ainsi, l'innovation substitue une nouvelle rente à l'ancienne qu'elle détruit. Le progrès technique présente ainsi un aspect «destructeur» : il rend périmés les techniques et procédés de production, ainsi que les produits intermédiaires précédemment découverts.

Aghion et Howitt concluent à la possibilité d'obtenir une croissance endogène régulière. Le taux de croissance équilibré de l'économie croît avec les ressources disponibles (capital humain consacré à la recherche) et décroît avec la préférence des agents pour le présent (qui tend à privilégier la consommation et non le développement des produits et l'investissement). Dans ces conditions, l'accroissement de l'offre de travail non qualifié réduit le taux de croissance de l'économie, résultat qui contredit les prévisions du modèle de Solow.

3-3 : Apports et limites des modèles de croissance endogène

L'objectif d'«endogénéisation» du progrès technique et la représentation d'une croissance auto-entretenu n'est pas totalement nouveau. Les travaux antérieurs (Arrow, 1962 ; Uzawa, 1965 ; Phelps, 1966 ; Weiszacker. 1973) ont constitué une base de réflexion que P. Römer a su réactualiser et approfondir, signifiant par-là le retour en vogue des théories de la croissance à long terme. L'analyse néo-classique semble ainsi avoir réussi à renouveler le cadre théorique de la croissance en empruntant à l'économie «hétérodoxe» (théorie de la régulation, école schumpeterienne...) ses thèmes de recherche favoris. Cette convergence de vue avec les références hétérodoxes s'affirme, notamment, avec le retour en force des conceptions schumpeteriennes du progrès technique («destruction créatrice») et avec l'intérêt porté aux dispositifs institutionnels accompagnant l'activité économique.

A l'inverse du schéma walrassien, l'économie découlant de ce renouveau de littérature est représentée par un processus permanent d'ajustement à un équilibre jamais atteint, car lui-même en mouvement du fait des changements structurels, notamment technologiques. La théorie de la croissance endogène se paie également de l'abandon de quelques-uns des piliers du dogme walrasien : concurrence pure et parfaite, constance des rendements d'échelle, coïncidence entre «équilibre concurrentiel» et «optimum social». La remise en cause des

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

rendements d'échelle constants et des rendements marginaux décroissants des facteurs de production constituent, sans nul doute, l'essentiel du renouvellement théorique.

Parallèlement, la nouvelle théorie de la croissance renoue avec une problématique de longue, voire très longue période. Les modèles visent en effet à extraire les mécanismes les plus fondamentaux de la croissance :

accumulation de «capital-connaissance», approfondissement de la division du travail, innovation technologique... Enfin, c'est le thème du développement des économies capitalistes qui est également placé au centre du débat.

«L'analyse néo-classique est en train, petit à petit, de réintégrer des thèmes - les institutions, le progrès technique, le caractère historique et «périodisé» des processus économiques, donc le changement structurel... - autrefois abandonnés à quelques courants tenus en marginalité et qui, seuls permettaient de se souvenir que la science économique est autre chose qu'une physique sociale. La croissance comme processus de long terme est un phénomène qui cristallise une multitude de déterminations sociales que l'économie, certes, ne peut toutes capturer, mais qu'elle ne peut pas non plus ignorer complètement» (Lordon, 1991)³¹. Les modèles de croissance endogène réorganisent ainsi la problématique néo-classique de la croissance à long terme et viennent pallier quelques-unes des plus importantes insuffisances du modèle de Solow. Ils arrivent à engendrer des trajectoires dans lesquelles la croissance est expliquée endogènement à travers les comportements des agents économiques. En ce sens, ils vont au-delà du modèle néo-classique qui constatait la croissance plus qu'il ne l'expliquait. Toutefois, la technologie ne fait pas tout. Nombre de modèles engendrent un certain indéterminisme (qui se traduit par l'existence d'équilibres multiples) qui laisse un rôle à la culture, à l'histoire, aux structures institutionnelles et sociales, aux choix politiques, aux spécificités des territoires.

Tout en ouvrant des perspectives nouvelles à l'analyse économique de la croissance à long terme, ce renouveau de littérature présente néanmoins certaines faiblesses comme l'ont montré Amable et Guellec (1991). Pour notre part, nous formulons les remarques et les interrogations suivantes. Si la théorie de la croissance endogène a réussi à formaliser des variables accumulées théoriquement à l'infini, elle ne répond que partiellement au problème du développement inégal, dans la mesure où les mécanismes de croissance décrits restent, dans la lignée du modèle néo-classique de référence, *exogènes* aux firmes : les rendements d'échelle sont rendus croissants par le jeu des «externalités» sur le stock de «capital-connaissances».

³¹ Lordon, 1991, op cite p.238

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Tout y est décrit comme si les mécanismes supposés être à l'origine de la croissance étaient mis en œuvre simultanément et uniformément par tous les agents économiques.

La théorie de la croissance endogène constitue, sans nul doute, une tentative originale de dépassement du modèle de Solow. Elle se limite cependant à démontrer, au seul niveau macroéconomique, l'existence de processus de croissance endogène. Tout en reconnaissant que les sources de croissance sont essentiellement internes aux entreprises, les auteurs ont volontairement réduit la portée des modèles pour ne pas remettre en cause l'hypothèse standard de concurrence pure et parfaite. Ce résultat, bien que satisfaisant d'un strict plan théorique, ne reflète en fait qu'une partie des mécanismes réels de croissance. Cette problématique de recherche nous incite donc à dépasser la seule représentation macroéconomique de la croissance et à réintégrer, dans l'analyse, les sources de croissance internes aux entreprises.

L'absence d'un modèle général de croissance, recouvrant l'ensemble des formes du progrès technique, limite également la portée des résultats obtenus puisque les interactions entre plusieurs formes existantes sont ignorées.

Chacun des différents modèles ne rend compte que d'une seule forme à la fois. Or, l'expérience démontre que les différentes formes du progrès technique agissent simultanément et interagissent entre elles. «La division croissante du travail est permise par le progrès technique (qui engendre une diversité croissante d'activités), et par la quantité croissante de capital humain (de plus en plus spécialisé). Celle-ci repose aussi sur le progrès technique (qui donne matière à apprendre), et réciproquement ce sont des chercheurs, donc du capital humain, qui créent les techniques nouvelles. Le progrès technique se matérialise pour partie dans des équipements nouveaux, qui sont de l'investissement en capital physique» (Guellec et Ralle, 1995)³².

Les modes de coordination introduits dans les modèles sont également singulièrement pauvres comparés à la réalité économique. Celle-ci ne se résume pas au marché parfait, ni à la circulation parfaite de l'information technologique, ni à l'hypothèse d'«agent représentatif» qui implique la rationalité totale des individus. Autant l'agent représentatif peut être considéré comme une simplification acceptable lorsque les conditions technologiques et de marchés sont stables et de complexité limitée, autant il devient inopportun dans un environnement

³² Guellec et Ralle, 1995, Les nouvelles théories de la croissance, Repères, La Découverte, Paris. p.55

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

soumis à l'hyper-compétition, aux changements incessants, à l'innovation. Sous l'impulsion des recherches en économie industrielle, la remise en cause de la notion d'agent représentatif conduit à reconnaître l'importance dans le fonctionnement des marchés des «asymétries d'informations» et de l'hétérogénéité des entreprises en concurrence sur un marché. Dès lors, abandonner la propriété de l'agent représentatif laisse place à l'incertitude et implique d'analyser chaque entreprise individuellement tant au niveau de ses structures/ressources internes qu'à celui de ses relations avec son environnement de proximité et global.

Enfin, les modèles de croissance endogène semblent éprouver des difficultés à rendre compte véritablement des dimensions historiques et institutionnelles dans l'évolution de la croissance économique au cours du temps. Bien qu'en mettant en évidence la notion d'«externalité», ils fournissent théoriquement la possibilité de le faire. Ainsi, jusqu'au début des années soixante, le progrès technique était principalement lié aux économies d'échelle réalisées grâce à des formes fordienues d'organisation de la production. Aujourd'hui, la source principale de croissance est attribuée théoriquement aux connaissances. Il est donc probable que, d'une période historique à une autre, différents types d'«externalités» jouent plus ou moins et que les liens non marchands que tissent les agents entre eux pour les «internaliser» varient d'une façon liée.

La distanciation des modèles de croissance endogène par rapport aux faits sociaux, culturels et historiques tient notamment à la faiblesse de leur analyse des «externalités». Comment s'opère la transmission de l'information et des savoirs à l'intérieur d'une firme ou entre entreprises indépendantes ?

A quelles conditions, les interactions entre individus font-elles émerger un «surplus social» de compétence ? Par quels canaux passe l'influence des biens et services publics sur la productivité des établissements ? Quels sont les effets de l'apprentissage organisationnel sur la capacité productive des salariés ? etc. En l'absence de *fondements microéconomiques*, centrés sur les acteurs, l'interprétation de l'ampleur des «externalités» est très difficile, voire impossible. Pour tenter de parer à ce déficit cognitif.

I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Conclusion :

Après une longue période d'assoupissement, les théories de la croissance ont connu, à la fin des années quatre-vingt, un profond renouvellement avec l'apparition des théories de la « croissance endogène ». Ce renouvellement eut les mêmes origines et les mêmes effets que celui qui affecta, à la fin des années soixante-dix, la théorie du commerce international : l'application des hypothèses de rendements croissants et de concurrence imparfaite issues de la recherche en économie industrielle à une branche de la théorie macroéconomique. Pour tirer pleinement parti des modèles de croissance endogène, il faut prendre en compte le comportement du consommateur sous une forme moins fruste que l'hypothèse d'un taux d'épargne constant, ce que nous ferons dans la dernière partie de cette section. Toutefois, en partant du modèle de Solow et en étudiant les raisons qui conduisent à l'impossibilité d'une croissance auto-entretenu du produit par tête, on peut mettre en évidence très simplement à quelle condition l'accumulation du capital peut engendrer une croissance endogène.

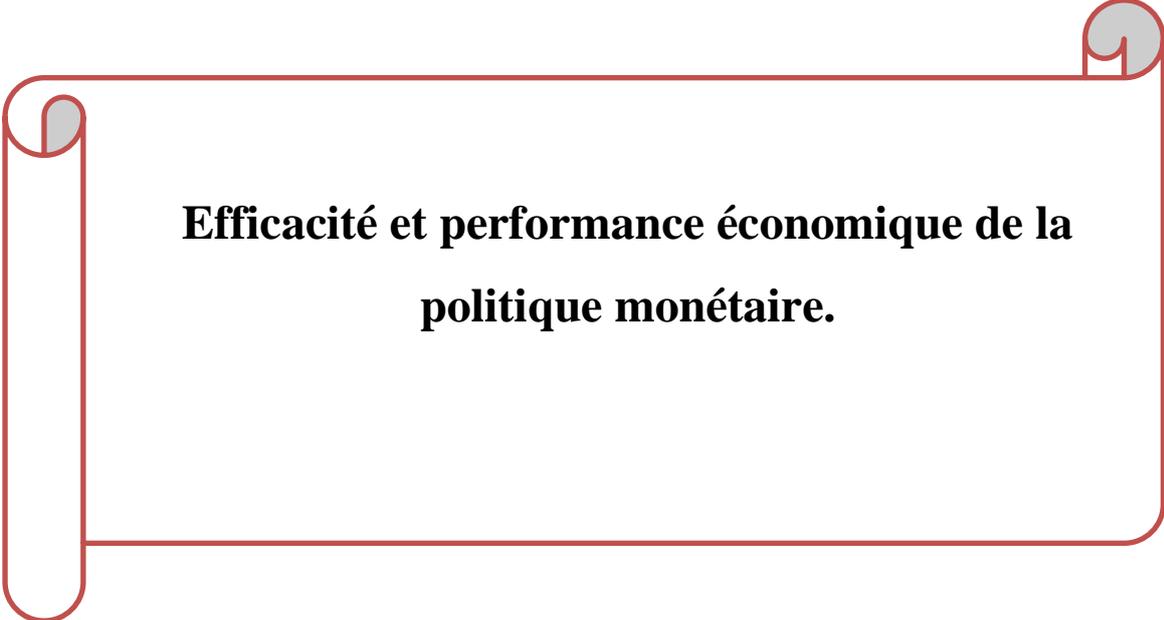
I. Fondements théoriques de la politique monétaire et la croissance économique.

Conclusion de la partie:

En passant en revue, comme nous l'avons fait, les théories et les données concernant les liens entre les fluctuations macroéconomiques et la politique monétaire, nous pouvons tirer plusieurs conclusions sur le rôle et la conduite de la politique monétaire. La première a trait aux objectifs de la politique monétaire. La proposition selon laquelle celle-ci doit principalement œuvrer au maintien de la stabilité des prix est confirmée par la théorie et les observations : elle est, en effet, en mesure de maîtriser efficacement le niveau des prix sur le moyen et le long terme, alors que ses effets sur la production réelle ne sont que transitoires. En outre, les données disponibles soulignent avec force l'idée que la politique monétaire, en assurant la stabilité des prix, rehausse le niveau de croissance soutenable par différents moyens et peut également contribuer à réduire la volatilité de la production. Les longs délais de transmission de la politique monétaire sur le niveau des prix et l'importance des anticipations dans le processus de transmission signifient que la mise en œuvre de la politique monétaire doit être prospective et permettre d'ancrer les anticipations à l'objectif de stabilité des prix. La politique monétaire est en mesure d'affecter l'activité économique à court et moyen termes. Par conséquent, elle peut, en principe, jouer un rôle stabilisateur. Cependant, cela ne signifie pas, tant en règle générale qu'en pratique, qu'un tel rôle, parce qu'il peut s'avérer efficace, soit nécessaire ou souhaitable.

Les Etats maghrébins semblent aujourd'hui résolument engagés dans la voie de la modernisation de leurs économies, modernisation rendue nécessaire par le contexte de mondialisation ambiant. L'une des voies qu'emprunte ce processus de modernisation est le marché financier qui, outre le fait qu'il soit un instrument de développement des entreprises, impose également aux Etats et aux entreprises tant des obligations morales et déontologique que des contraintes financières et technologiques. Ces exigences, loin de constituer des obstacles, reflètent plutôt l'allure des défis, qui sont ceux des dirigeants maghrébins d'aujourd'hui et de demain, défis qui, du reste, peuvent et doivent être surmontés.

Partie 2



**Efficacité et performance économique de la
politique monétaire.**

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

« La confiance reviendra lorsque l'inflation aura finalement disparu, grâce à une saine administration financière et à la stabilité de la monnaie. ».....

Dr Alfred Zimmerman, Commissaire général de la SDN à Vienne, interview, 29 octobre 1923

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Introduction de la partie :

Chapitre 1 : Politique monétaire et stabilité, croissance, performance économique.

Section 1: La relation selon la revue de la littérature entre croissance et politique monétaire.

Section : 2 La crédibilité, facteur d'efficacité de la politique monétaire.

Section 3 : Les cycles économiques.

Section 4 : Le lien entre croissance économique et croissance Boursier.

Chapitre 2 : Politique monétaire, croissance économique : investigation empirique sur les pays du Maghreb (Algérie Tunisie Maroc).

Section 1 : La politique économique des trois pays du Maghreb (Algérie Tunisie Maroc).

Section 2 : Présentation du model empirique.

Section 3 : Résultats des estimations et tests.

Conclusion de la partie.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire :

Introduction :

La déclaration instituant la création de l'Union Maghreb arabe (UMA) a été signée à Marrakech le 17 février 1989. Paraphée par la Mauritanie, la Lybie, la Tunisie, l'Algérie et le Maroc, l'UMA vise à : renforcer les liens de fraternité qui unissent les Etats membres et leurs peuples, réaliser le progrès et la prospérité des sociétés qui les composent et la défense de leurs droits ; contribuer à la préservation de la paix fondée sur la justice et l'équité ; poursuivre une politique commune dans différents domaines et oeuvrer progressivement à réaliser la libre circulation des personnes, des services, des marchandises et des capitaux. L'intégration du Maghreb est une nécessité économique incontournable, vu la concurrence intense que se livrent les différents blocs régionaux.

Depuis plusieurs années, les pays du Maghreb ont entrepris plusieurs réformes visant la libéralisation de leurs économies, la restructuration et la mise à niveau de leurs secteurs financiers avec une attention particulière accordée à la modernisation des marchés financiers, notamment boursiers. Ces derniers sont considérés comme des instruments adéquats pour la réalisation des programmes de privatisation, et la mobilisation de l'épargne et sa canalisation vers l'investissement productif. Ils jouent également un rôle appréciable dans l'amélioration de la gouvernance des entreprises et l'attractivité des capitaux étrangers.

Dans cette partie, nous allons nous baser sur la littérature économique pour essayer de montrer comment une politique monétaire instable détériore la performance économique via son effet néfaste sur la croissance. Dans cette partie, nous allons essayer de montrer l'effet d'un environnement de politique monétaire instable sur les principaux déterminants de la croissance économique. En premier lieu, nous allons essayer d'évaluer l'effet d'instabilité de l'environnement monétaire et la crédibilité de la politique monétaire sur l'accumulation du capital et sur l'emploi et sur la croissance économique. Et nous allons essayer de présenter certains travaux reliant directement l'effet de la stabilité de l'environnement monétaire et crédibilité sur la croissance économique.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Chapitre 1 : Politique monétaire et stabilité, croissance, performance économique.

Introduction :

Si l'on juge par l'expérience des dernières décennies, la croissance économique est le fruit d'une alchimie que tous les gouvernements cherchent à maîtriser sans toujours y parvenir.

Un pays ne peut se développer que dans la mesure où il dispose de capitaux suffisants et les affectent à bon escient. L'ampleur des besoins des capitaux de l'économie suppose un système adapté aux exigences d'un nouveau contexte.

Face à une structure caractérisée par une augmentation de l'épargne, une insuffisance de la structure financière des entreprises et un déséquilibre des finances publiques, apparaît plus que jamais la nécessité d'un marché financier moderne qui soit le lieu de rencontre d'une offre de capitaux à long terme et d'une demande solvable. C'est à cet effet qu'il s'est avéré impératif pour les pays maghrébins de se doter d'un marché monétaire efficace. Ainsi, les politiques de réformes institutionnelles de ces pays ont placé la croissance au centre des préoccupations, afin de développer un marché financier atrophié et de permettre aux entreprises d'accéder à de nouvelles formes de financement, comme c'est un moyen adéquat pour favoriser les privatisations, que pour drainer les conditions de transparence. En effet, le marché financier représente un instrument de libéralisation économique, de mobilisation de l'épargne et de désengagement de l'Etat.

Section 1: La relation selon la revue de la littérature entre croissance et politique monétaire.

1-1: Croissance économique et Stabilité macroéconomique et performance économique

Avant de présenter les principaux travaux et conclusions sur la relation entre la stabilité macroéconomique et la croissance, il faut définir la notion de stabilité macroéconomique.

En effet, un cadre macroéconomique est considéré comme stable s'il s'agit d'une politique monétaire stable caractérisée par une inflation faible et stable.

Dans certains travaux, la stabilité macroéconomique englobe la stabilité de la politique fiscale en plus de celle de la politique monétaire.

Turovsky (1993) a étudié la relation entre la politique macroéconomique et la croissance économique. Sa recherche avait deux objectifs : le premier était de déterminer le lien entre le taux d'accumulation du capital et l'inflation, et le second de s'intéresser à la relation entre la politique macroéconomique et le bien-être économique.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Il a défini un modèle caractérisé par un environnement macroéconomique stochastique. Son modèle consiste à présenter la structure de l'économie selon le comportement des consommateurs à travers leur fonction d'utilité, le comportement des firmes par leur fonction de production et enfin la contrainte budgétaire gouvernementale.

La détermination de l'équilibre macroéconomique de ce modèle, en résolvant les différentes équations, a permis à Turovsky (1993) d'évaluer la nature des relations décrites ci-dessus.

En premier point, Turovsky (1993) a testé l'effet d'instabilité de la politique monétaire.

Cette instabilité est modélisée par un changement au niveau du taux de croissance monétaire. Les résultats montrent qu'une hausse de la moyenne du taux de croissance monétaire réduit le taux d'accumulation du capital et engendre une hausse d'inflation. Ceci peut s'expliquer par le fait que la hausse des anticipations du taux de croissance monétaire engendre une augmentation du taux d'intérêt, ce qui conduit à une baisse du ratio d'équilibre output-consommation. Au cas où la proportion de la production dévouée à la dépense gouvernementale reste fixe, les anticipations de la croissance du capital augmentent (c'est l'effet de Tobin). Cependant, cette hausse est relativement faible par rapport à celle de l'offre de la monnaie, ce qui exige une hausse dans les anticipations d'inflation pour que le portefeuille d'équilibre soit maintenu. Ainsi, la hausse du niveau de croissance monétaire ayant pour but d'avoir une croissance économique plus élevée, va être accompagnée d'une hausse d'inflation. Donc, il est utile d'avoir une politique monétaire stable pour avoir une bonne performance économique caractérisée par une inflation faible et une croissance soutenable.

Turovsky (1993) va appuyer empiriquement la conclusion selon laquelle l'instabilité de la politique monétaire engendre une détérioration des performances économiques.

En effet, il mesure la stabilité de l'environnement de la politique monétaire par un faible degré d'incertitude. Cette dernière est mesurée à son tour par la variance de la croissance monétaire. Plus la croissance monétaire est élevée, plus le degré d'incertitude est élevé et par conséquent l'environnement de la politique monétaire est considéré comme instable. Les résultats montrent que l'augmentation de la variance de la croissance monétaire engendre une mauvaise performance économique.

En effet, la hausse de la variance du taux de croissance monétaire (c'est-à-dire une hausse du degré de l'incertitude) engendre une augmentation dans le taux de rendement des obligations par rapport aux autres participations financières. En raison du taux de rendement d'équilibre entre les actifs à maintenir, le taux de rendement des obligations doit baisser et ceci à travers, à la fois, une réduction du taux d'intérêt nominal et une hausse de l'inflation anticipée. Par

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

conséquent, on aboutit à une mauvaise performance économique. Les résultats montrent que l'augmentation de l'incertitude de l'environnement économique entraîne une baisse du taux d'intérêt et une hausse de l'inflation. Or, ceci engendre une baisse d'investissement et génère une période de récession. Selon Turovsky (1993) la réduction de la variance de l'offre de la monnaie conduit à stimuler la croissance et à réduire l'inflation. Autrement dit, un environnement de politique monétaire stable est favorable pour réaliser une bonne performance économique et assurer une période de développement et de croissance soutenable.

Pour déterminer l'effet de la politique monétaire sur le bien-être de l'économie, Turovsky (1993) mesure ceci à travers l'effet net du changement du taux d'intérêt sur : (1) le taux de croissance du capital, (2) l'encaisse monétaire réelle et (3) le bien-être initial. Les résultats montrent deux effets contradictoires sur le bien-être de l'économie en cas d'un environnement de politique monétaire instable caractérisé par une hausse du taux d'intérêt. D'une part, l'équilibre des encaisses monétaires diminue et engendre une baisse du capital des actifs financiers initialement détenus et par conséquent une détérioration de la richesse. D'autre part, une hausse du taux d'intérêt induit une hausse d'épargne et donc plus d'accumulation du capital, et une augmentation de la consommation future. Ceci conduit à une amélioration de la richesse.

Ce que l'on peut conclure de ce travail est qu'une politique monétaire stable est favorable à une bonne performance économique. En effet, elle permet d'avoir une croissance économique soutenable et un niveau d'inflation faible. Une des limites de ce travail est que la relation entre la stabilité de la politique monétaire et le bien-être économique manque de clarté car l'auteur identifie deux effets contradictoires.

Dans une autre étude, Fisher (1991) étudie la question de la politique macroéconomique en liaison avec la croissance et le développement. L'auteur a essayé de montrer qu'un environnement macroéconomique stable est nécessaire pour soutenir une croissance durable et par la suite aboutir à une bonne performance économique. Avant d'évoquer la méthodologie de Fisher (1991) et ses résultats, il faut définir la notion de la politique macroéconomique qu'il a adoptée. Il l'a défini par une politique monétaire, une politique fiscale et une politique de taux de change. La stabilité macroéconomique selon Fisher (1991) repose sur la stabilité de ces trois politiques. Il fait référence à la nouvelle théorie de la croissance qui est dirigée par une fonction de production. Les travaux basés sur cette théorie ne font pas la liaison entre la politique macroéconomique et la croissance. À titre d'exemple, l'équation estimée par

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Levine et Renelt (1990) sur la période de 1960 à 1989 :

$$GY P = -0.83 - 0.35RGDP60 - 0.38GN + 3.17SEC + 17.5INV \dots \dots (10)$$

$$(-0.98) \quad (-2.5) \quad (-1.73) \quad (2.46) \quad (6.53)$$

Selon cette régression, le taux de croissance du revenu réel par capital $GY P$ est une fonction : du revenu réel en 1960 ($RDG60$), du taux de croissance de la population (GN), du pourcentage d'inscription aux études secondaires (SEC), et de la part de l'investissement dans le (PIB). Fisher (1991) a montré que la régression (4.7) aboutit à des résultats divergents pour différents pays. Il a expliqué cette divergence par l'omission de certaines variables clés. L'idée de Fisher (1991) était d'inclure des variables relatives à la politique macroéconomique dans la régression de la fonction de production. Son but était de voir si ces indicateurs macroéconomiques expliquaient la fonction de production ou non. Il a exprimé la production par rapport au : pourcentage des inscriptions à l'école primaire ($PRIM70$), taux moyen d'inflation (INF) durant la période de 1970-1985, ratio de surplus budgétaire par rapport au produit national (SUR) durant la période de 1975-1985, ratio de la dette extérieure par rapport produit national en 1980 ($DEBT80$) et l'investissement (INV). (SSA) et (LAC) sont des variables binaires reflétant l'Afrique subsaharienne, et l'Amérique latine et la Caraïbe respectivement.

La régression est effectuée sur la période de 1970 à 1985 sur 109 pays 14. L'équation et les résultats d'estimation sont comme suit :

$$GY P = 1.38 - 0.52RGDP70 + 2.51PRIM70 + 11.6INV - 4.51 INF + 0.17SUR - 0.33DEBT80 - 2.02SSA - 1.98LAC \dots (11)$$

$$(1.75) \quad (-5.9) \quad (2.69) \quad (3.91) \quad (-2.7) \quad (4.34) \quad (-0.79) \quad (3.71) \quad (-3.76)$$

Les résultats de l'estimation de la régression ci-dessus par les moindres carrés ordinaires aboutissent à des valeurs statistiquement significatives et à des signes attendus pour les indicateurs macroéconomiques. Cependant, pour des raisons de robustesse, Fisher envisage l'hypothèse d'une éventuelle endogénéité entre la variable à expliquer le taux de croissance de l'output et les différentes variables explicatives.

Ainsi, il a ré-estimé sa fonction avec la technique des variables instrumentales pour tenir compte d'une telle hypothèse. Les variables instrumentales utilisées sont : le produit intérieur

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

brut initial, le pourcentage d'inscription à l'école primaire, la fréquence des crises, les dépenses militaires et les aides étrangères. Les résultats de cette seconde estimation sont similaires à la première en termes de signes et de degré de significativité. Dans une deuxième partie, Fisher (1991) a testé la corrélation entre les indicateurs macroéconomiques. Les résultats prouvaient une corrélation positive et élevée entre l'investissement et la production. La corrélation était négative entre l'inflation et la production mais en valeur absolue, elle était élevée. La corrélation du surplus budgétaire avec la production était positive et élevée. Ainsi, Fisher (1991) a conclu que les variables macro-économiques, qu'elles soient relatives à la politique monétaire ou fiscale, sont parmi les principaux déterminants de la croissance. En outre, Fisher (1991) a étudié la notion de croissance en relation avec la politique macroéconomique pour certains pays tels que le Chili ou la Côte d'Ivoire. Ces études de cas lui laissent à penser qu'un environnement macroéconomique stable est favorable à une bonne croissance. Cette question sera le sujet d'une autre étude en 1993.

Fisher (1993) a étudié la relation entre la stabilité macroéconomique et la croissance. D'abord, il a défini la stabilité d'un environnement macroéconomique par une inflation prévisible et faible, un taux d'intérêt approprié, une politique fiscale stable et un taux de change réel compétitif. Selon Fisher (1993), ces indicateurs de la stabilité d'un environnement macroéconomique sont difficiles à mesurer. Dans cette étude, Fisher considère que le fait d'avoir un environnement macroéconomique stable est une condition primordiale aboutissant à une croissance soutenable et par conséquent à une bonne performance économique, et ce en raison des effets des indicateurs de la politique macroéconomique sur la croissance économique via l'incertitude. En effet, il existe deux canaux à travers lesquels l'incertitude peut affecter la croissance.

Premièrement, une politique monétaire caractérisée par un degré d'incertitude élevé engendre une détérioration du mécanisme des prix: " d'une part, une incertitude élevée, qu'elle soit associée à une inflation élevée et instable ou à une instabilité du budget ou du compte courant, conduit à une réduction du niveau de productivité.

Cette incertitude, dans le cas où la réallocation des facteurs fait partie du processus de croissance, conduit aussi à réduire le taux de croissance de la productivité. D'autre part, l'incertitude réduit le taux d'investissement. Ceci s'explique par le fait, que dans le cadre d'un environnement caractérisé par une incertitude élevée, les investisseurs potentiels attendent de résoudre cette incertitude pour s'engager dans certains projets.

Ce canal suggère que l'investissement doit être faible quand l'incertitude est élevée ". Les fuites de capitaux suite à un environnement incertain augmentent l'effet d'instabilité

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

domestique et fournissent un autre mécanisme selon lequel l'incertitude macroéconomique réduit l'investissement au sein de l'économie.

L'objectif de l'étude de Fisher (1993) est de tester les canaux de transmission de la relation entre la croissance économique et la nature de l'environnement macroéconomique.

Cette étude est une extension de celle de 1991. L'extension consiste à tenir compte de la volatilité de l'inflation comme une variable explicative de la fonction de production. En effet, Fisher (1993) a considéré que la variable de volatilité de l'inflation est un bon indicateur de l'incertitude de l'environnement macroéconomique et plus particulièrement de l'environnement de la politique monétaire. Il a réalisé une première régression de la fonction de production en fonction : du revenu réel initial, de la croissance de la population, du pourcentage d'inscription aux études secondaires, et de la part de l'investissement. Autrement dit, il a commencé par une première régression sans les indicateurs de la politique macroéconomique. Puis, il a testé chaque fois l'effet d'un des indicateurs macro-économiques tels que l'inflation, la volatilité de l'inflation, le marché de change en noir " black market exchange premium " et le surplus budgétaire. La volatilité d'inflation est introduite dans ce travail comme une variable proxy pour mesurer le degré d'incertitude de la politique monétaire.

Chaque régression prouve la significativité des indicateurs macroéconomiques.

En effet, on identifie des corrélations négatives et très significatives de l'inflation et de sa variabilité. La conclusion de Fisher est que la stabilité macroéconomique telle qu'elle a été mesurée par la politique monétaire et fiscale est fortement associée à un taux de croissance élevé. En particulier, la stabilité de la politique monétaire mesurée par l'inflation et sa volatilité représente le déterminant ayant le poids le plus important parmi les indicateurs macroéconomiques.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Nous récapitulons dans le tableau ci-dessous (Tableau 3).

Tableau 3 : le principe de ces travaux stabilité macroéconomiques

Etude	Problématique	méthodologie	résultat
Fisher (1991)	Etudier le lien entre la stabilité de la politique macroéconomique et la croissance et le développement.	L'idée est d'ajouter dans la régression de production classique des indicateurs de politique macroéconomique pour voir leurs significativités.	macroéconomiques ont des coefficients significatifs, ! Stabilité macroéconomique favorable pour avoir une bonne performance économique.
Fisher (1993)	Etudier l'effet de l'incertitude au sein d'un environnement macroéconomique et en particulier monétaire sur la croissance	L'incertitude est mesurée par la variance de l'inflation. L'idée est d'inclure cette variable dans la fonction de production de Fisher (1991).	Coefficient négatif et Significatif. L'incertitude de l'environnement engendre une mauvaise performance économique.
Turovsky (1993)	Mesurer le lien entre taux d'accumulation du capital et l'inflation. – Déterminer la nature de la relation entre la politique macroéconomique et le bien-être de l'économie.	Modèle d'équilibre générale. – Le 1 ^{er} objectif est étudié via l'effet de taux de croissance monétaire sur le taux d'accumulation de capital. – Le 2 ^{ème} objectif est déterminé via l'effet de taxe de taux d'intérêt	– La stabilité macroéconomique engendre une croissance soutenable et une inflation faible. – Les effets sur le bien-être économique sont mitigés.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

		sur : (1) tx d'accumulation capital, (2) Encaisse monétaire réelle et (3) bien-être initial.	
--	--	---	--

Jusqu'à ce point d'analyse, on a déterminé deux effets. Au cours de la première section, en se basant sur des travaux très récents, nous avons montré d'une façon générale que la volatilité des cycles, qu'elle soit de court terme ou de long terme, a des effets négatifs sur la croissance économique. Au sein de cette section, nous nous sommes focalisés sur la relation entre la politique macroéconomique et la croissance économique qui inclut la politique monétaire en particulier. Nous avons montré qu'une politique macroéconomique stable génère une bonne croissance économique.

Dans la section suivante, nous allons essayer d'être plus précis en nous intéressant uniquement à l'environnement de la politique monétaire et à son impact sur la croissance.

1-2 : L'effet de l'instabilité de l'environnement de la politique monétaire sur la croissance économique.

De nombreuses recherches se sont intéressées à l'effet d'un niveau d'inflation instable et volatile sur l'économie réelle et plus particulièrement sur les déterminants de la croissance pour pouvoir juger les implications de cette instabilité monétaire sur les performances économiques. Quelques contributions théoriques sont en faveur d'une relation positive entre l'inflation et la croissance de long terme. Cette relation est basée sur la hausse de l'accumulation du capital due au changement du capital réel à travers la monnaie dans le portefeuille d'investissement. D'autres études ont prouvé qu'une inflation élevée peut engendrer une baisse de l'accumulation du capital et par la suite une réduction de la participation à l'emploi. En effet, une inflation élevée engendre une hausse du taux d'intérêt. Ceci pousse les agents à accroître leur épargne. Dans le cas où le taux d'intérêt augmente proportionnellement à l'inflation, le taux d'intérêt réel reste constant. Une inflation élevée peut affecter le niveau du capital désiré et d'autres facteurs de production.

Les résultats théoriques dépendent fondamentalement de la manière dont la fonction de la monnaie est introduite. Pour voir plus en détail l'impact de l'inflation sur la croissance économique et ses déterminants, nous devons faire intervenir la notion de monnaie. Cette dernière est l'un des actifs détenus par les agents économiques dans leurs portefeuilles où figurent d'autres actifs, tels que les dépôts de l'épargne, le capital physique, les actions...Une

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

inflation élevée réduit le pouvoir d'achat d'un stock de monnaie, et par conséquent réduit les incitations à détenir la monnaie. Dans le cas où les agents économiques voudraient continuer à investir le même montant, leur comportement d'investissement va se modifier. En effet, ils n'investissent plus dans la détention de monnaie en raison de cette inflation élevée mais ils vont se trouver dans la situation où ils augmentent leurs avoirs dans les autres actifs tels que le capital au détriment de la détention monétaire. On conclut selon ce raisonnement qu'une inflation élevée peut conduire les agents économiques à accumuler plus de capital dans leur portefeuille d'investissement. Ce phénomène est connu sous le nom de l'effet de Tobin. Selon ce raisonnement, on déduit qu'une inflation élevée augmente l'accumulation du capital.

Cet effet de la monnaie dans la théorie de croissance a été introduit dans différentes recherches basées sur des modèles néoclassiques (Tobin, 1965, Levhari et Patinkin, 1968 ; Stockman, 1981...) ce qui a abouti au raisonnement expliqué cidessus.

Par exemple, Tobin (1965) considère un problème d'allocation de portefeuille entre capital et monnaie. Etant donné une baisse de la productivité marginale du capital, les individus ajustent leurs portefeuilles jusqu'au moment où les taux de rendement marginaux du capital égalisent celui de la monnaie. Ceci implique une substitution du portefeuille résultant d'une augmentation du stock du capital et une baisse de la quantité d'encaisse réelle.

Nous avons montré les mécanismes selon lesquels une inflation élevée engendre une hausse dans l'accumulation du capital. Dans ce qui suit, nous allons montrer qu'une inflation élevée peut conduire aussi à une baisse de l'accumulation du capital.

Cet effet est perçu via l'effet de la baisse des encaisses monétaires, ce qui engendre une baisse du niveau de capital désiré. Ce phénomène a été traité par Ho (1996).

Dans cette étude, l'auteur traite la question de l'effet d'instabilité monétaire sur la croissance économique. Ho (1996) mesure l'instabilité de la politique monétaire par l'instabilité de la croissance monétaire et par la volatilité d'inflation. Il utilise un modèle de croissance endogène où il traite explicitement l'asymétrie informationnelle.

Son objectif était de voir l'effet de la croissance monétaire sur la croissance économique. Il introduit la monnaie comme un actif dans le portefeuille des agents.

Les résultats de Ho (1996) montrent qu'une encaisse monétaire élevée engendre une hausse du niveau du capital désiré de la firme. Dans ce contexte, une inflation élevée engendre une réduction dans l'incitation à détenir une encaisse monétaire réelle, ce qui engendre par ailleurs une réduction du niveau de capital désiré.

Ainsi, selon la théorie actuelle de croissance, une inflation élevée conduit à une baisse dans l'accumulation du capital ce qui affecte négativement la croissance économique.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Ces résultats sont contradictoires avec la théorie traditionnelle explicitée ci-dessus. Ceci explique la différence entre les deux théories, celle en faveur de la relation positive entre volatilité et croissance et celle en faveur d'une relation négative explicitée dans la section 1. Donc, il est plus performant d'avoir une inflation stable pour éviter cet effet ambigu sur l'accumulation du capital. Ceci nous conduit à avoir une croissance économique soutenable et une bonne performance macroéconomique.

Fisher (1991, 1993), Ho(1996), Barro (1997, 1991), et Andres et Hernando (1997) soutiennent l'idée d'avoir un niveau monétaire stable pour avoir une croissance de long terme soutenable. Dans ce qui précède, nous avons illustré l'effet d'une politique monétaire instable via l'instabilité d'inflation sur l'un des principaux déterminants de la croissance : l'accumulation du capital. Cependant, l'instabilité de la politique monétaire ou bien celle d'ordre macroéconomique en général a des implications sur d'autres facteurs tels que le travail. En effet, une inflation élevée peut affecter le secteur d'emploi : un niveau d'inflation élevé engendre des effets ambigus sur la consommation des biens et des services, alors que ce n'est pas le cas pour le loisir. Ce dernier, dans sa forme basique, n'est pas conditionné à l'utilisation de la monnaie. En effet, les agents économiques peuvent avoir recours aux loisirs sans avoir nécessairement de la monnaie.

Le facteur "loisir" ne subit pas d'effet dû à une inflation élevée. De ce fait, une inflation élevée favorise un comportement d'arbitrage entre la consommation (qui devient chère) et le loisir. Les agents préféreront le loisir à la consommation. Ceci implique qu'ils travailleront moins et par conséquent leur pouvoir sur le marché du travail s'affaiblit, ce qui diminue l'offre du travail et conduit à un changement dans le niveau du revenu. Cependant, les agents ne peuvent pas tenir compte des effets des changements en cours sur les taux de croissance du revenu. Ainsi, la richesse et le revenu des agents vont être affectés suite à cette instabilité monétaire.

Le taux d'intérêt est l'une des principale variable macroéconomique : c'est l'instrument de conduite de la politique monétaire. Nous allons essayer de donner quelques implications de l'instabilité du niveau du taux d'intérêt sur les déterminants de la croissance et principalement sur l'accumulation du capital considérée comme un facteur clé et principal expliquant la croissance.

Selon la théorie endogène, de la croissance l'accumulation du capital est divisé en trois composantes : l'accumulation du capital humain, l'accumulation du savoir et enfin l'accumulation du développement de la nouvelle technologie. Dans la plupart des cas, ces composantes sont financées par des emprunts. Par conséquent, leur accumulation dépendront

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

du taux d'intérêt. Ainsi, un environnement de politique monétaire instable, caractérisé par un taux d'intérêt instable, engendre la non stabilité de ces trois composantes ainsi que celle de l'accumulation du capital, et par conséquent une instabilité de la croissance économique.

Ainsi, on peut conclure que le niveau du stock de capital désiré des firmes dépend de taux d'intérêt anticipé.

Cependant, les entreprises et les agents économiques, ne peuvent avoir de bonnes anticipations que dans le cas d'un cadre macroéconomique stable et plus particulièrement lorsque les taux d'intérêt sont stables. Selon la théorie traditionnelle de croissance telle que celle de Kaldor (1956, 1957), Robinson (1962), Kalecki (1959), et Steindl (1952), le taux d'intérêt est considéré comme une variable exogène dans la théorie de croissance. Dans les années 80/90 les post-keynésiens ont introduit les variables monétaires dans les modèles Kaldorien et Kaleckian de croissance. À titre d'exemple, Lavoie (1995) montre, dans le cadre des modèles de Type Kaldor, Robinson et Kalecki, qu'un taux d'intérêt qui augmente engendrerait une baisse du taux d'accumulation du capital.

Dans cette partie, nous avons essayé de mettre en lumière l'effet d'un environnement de politique monétaire instable sur l'un des principaux déterminants de la croissance économique à savoir l'accumulation du capital. Nous avons montré qu'un environnement de politique monétaire instable, qu'il soit dû à une stabilité d'inflation, de l'emploi ou bien du taux d'intérêt, génère des effets négatifs sur l'accumulation du capital. Par conséquent, nous concluons qu'un environnement de politique monétaire instable a des effets négatifs sur la croissance. Dans la partie suivante, nous allons essayer d'illustrer cet effet par des études théoriques et empiriques, dans l'objectif de mettre en lumière l'effet d'un environnement de politique monétaire instable et ses effets sur les performances économiques.

1-3 :Effet d'instabilité de la politique monétaire sur la performance économique.

La question de l'effet de l'instabilité de la politique monétaire sur la performance économique a fait l'objet de différentes recherches empiriques. Parmi les recherches récentes, nous citons celle de Beaudry et *al.* (2001). Ils ont observé l'effet de l'instabilité de l'environnement de la politique monétaire sur le taux de distribution d'investissement. Leur idée est que le taux de distribution d'investissement, l'un des principaux déterminants de la croissance, est influencé négativement par l'instabilité de l'environnement de la politique monétaire. En effet, dans le cas où la distribution des investissements est très faible et ne touche pas une large proportion des firmes, ceci va affecter la croissance économique et le développement en général. Par conséquent, nous aurons une mauvaise performance économique. Dans le but de tester

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

empiriquement cette intuition, les auteurs ont présenté un modèle qui leur a permis de voir l'effet de cette instabilité monétaire sur le contenu informationnel des prix sur l'allocation d'investissement. Beaudry *et al.* (2001) ont mesuré l'instabilité de la politique monétaire par le degré d'incertitude relatif à celle-ci. Empiriquement, l'incertitude relative à l'environnement de la politique monétaire est mesurée par la volatilité d'inflation. Ils utilisent des données de panel pour construire deux tests afin d'évaluer l'hypothèse selon laquelle l'incertitude affecte la distribution en coupe transversale de l'investissement, à travers son effet sur le contenu informationnel des prix. Beaudry *et al.* (2001) ont testé cette hypothèse sur des firmes anglaises durant la période de 1961 à 1990. Le premier test consiste à examiner si l'incertitude de l'inflation peut expliquer les variations en coupe transversale de la distribution de l'investissement. Le deuxième test consiste à identifier une relation négative entre la variance d'investissement et la variation du taux de profit.

Pour illustrer comment l'incertitude de la politique monétaire affecte l'allocation des investissements à travers son effet sur le contenu informationnel des prix, les auteurs se sont intéressés aux variations dans la prévisibilité de la politique monétaire comme source de changement du contenu informationnel du signal de marché. Ils ont représenté un modèle similaire à celui de Lucas (1973) en mettant l'accent sur l'investissement au lieu du facteur " travail ". Nous allons expliciter le modèle de cette étude pour mieux voir l'effet de l'instabilité de la politique monétaire.

La demande des biens sur un marché (Z) est représentée par l'équation suivante :

$$Y_t^d = m_t - p_t - \gamma (p_t(z) - p_t) + \varepsilon_t \dots \dots \dots (12)$$

avec, p_t , le niveau de prix agrégé d'une économie ; m_t l'offre de la monnaie.

L'offre de production de chaque marché est représentée par la fonction d'offre d'une firme représentative qui dépend uniquement du capital :

$$Y_t^d = \theta K_t(z) \dots \dots \dots (13)$$

Le stock du capital de chaque firme est défini par l'équation suivante

$$K_{t+1}(z) = \frac{1}{1-\theta} * E[(p_{t+1}(z) - p_{t+1} - c) | p_t(z), \Omega_{t-1}] + var_{z,t}[p_{t+1}(z) - p_{t+1}] \dots \dots \dots (14)$$

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Selon l'équation (4.11) une firme représentative réalise une livraison avec un retard d'une période. Ainsi, la détermination du stock de capital pour la période suivante se fait en égalisant l'anticipation de la production marginale du capital au coût réel actuel noté (c). Lors de la prise de la décision d'investissement, la firme ne connaît pas le prix réel. Cependant la firme peut se baser sur des anticipations des prix. D'après cette équation, le stock de capital augmente en fonction de la variance conditionnelle du prix réel des biens (z).

Pour identifier l'équilibre, les auteurs spécifient les propriétés de deux chocs.

L'offre de monnaie est supposée suivre un processus stochastique non stationnaire et hétéroscédastique avec une innovation (μ_t). Cette dernière est supposée identiquement et normalement distribuée avec une moyenne nulle et une variance conditionnelle égale à ($\sigma_{\mu,t}^2$). L'anticipation du processus de l'offre de monnaie dépend du temps (sa variance conditionnelle (μ_t) n'est pas constante). Le choc de demande est supposé stationnaire. En effet, il est considéré comme un processus autorégressif d'ordre 1 avec une innovation (ε_t). Cette dernière est supposée identiquement et normalement distribuée avec une moyenne nulle et une variance constante (σ^2). Beaudry et al. (2001) ont considéré que l'équilibre est caractérisé par un double processus stochastique spécifique à celui du prix et à celui du capital. D'une part, étant donné l'allocation du capital, les prix assurent l'égalité de l'offre et de la demande dans chaque marché. D'autre part, étant donné les prix, l'allocation du capital satisfait l'équation (14). Ainsi, l'équilibre de stock de capital est décrit par l'équation suivante:

$$K_{t+1} = \theta_1 \varepsilon_t(z) + (\phi_{2,t} - \phi_1) v_t(z) + \phi_{2,t} \gamma \mu_t \dots\dots\dots (15)$$

Avec, $\phi_1 = \left[\frac{\rho}{-\theta} + (1 - \theta) \gamma \right]$, et $\phi_{2,t} = \left[\frac{\rho \sigma^2}{(\sigma^2 + \tau_t^2 \sigma^2) \sigma (1 - \theta) + \theta \sigma^2} \right]$

Comme on peut le constater dans l'équation (15), le stock de capital dépend à la fois des facteurs réels affectant la demande relative et des innovations monétaires. On peut noter que la sensibilité des dépenses du capital dépend de la stabilité de la politique monétaire à travers le coefficient ($\phi_{2,t}$). Une hausse de l'instabilité de la politique monétaire reflétée par une hausse de (τ_t^2) conduit à une baisse de ($\phi_{2,t}$), ce qui génère une baisse de l'effet de perturbation monétaire sur le stock de capital. Un autre aspect important qu'on peut relever de l'équation ci-dessus, est que la hausse de l'instabilité monétaire conduit les firmes à réduire leurs ajustements de la demande relative en réponse aux chocs. En effet, au moment où la politique monétaire est moins stable, la capacité productive des entreprises devient moins ciblée vers les secteurs avec une demande élevée. C'est cette caractéristique du modèle

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

qui capte l'idée que l'instabilité monétaire peut réduire l'efficacité de l'allocation d'investissement en réduisant le contenu informationnel des prix.

Jusqu'à ce point d'analyse, on n'a pas identifié la relation entre l'investissement et l'instabilité de la politique monétaire. Les auteurs, pour rendre leur modèle testable, établissent une relation entre la variance du taux de distribution d'investissement et les indicateurs de la politique monétaire en se basant sur l'équation (15). Ils considèrent que le taux d'investissement est égal au logarithme du stock de capital, ce qui aboutit à l'équation suivante :

$$\text{Var}_z [I_{t+1}(z)/K_t(z)] = \phi_1^2 \rho^2 \frac{(1-\rho)^2}{(1-\rho^2)} \sigma^2 + \phi_{2,t}^2 \sigma^2 + (\phi_{2,t-1} - \phi_1 \rho)^2 \sigma^2 \dots\dots\dots (16)$$

Cette équation identifie effectivement la relation entre le taux d'investissement, la variance du stock de capital, et la variance des perturbations monétaires. L'effet d'instabilité monétaire sur le taux de distribution de l'investissement est reflété par la variance (τ_t^2). D'après cette équation, la variance de l'investissement dépend à la fois de la variance de la stabilité monétaire actuelle et de celle de la période précédente.

En effet, plus l'environnement de la politique monétaire devient stable, plus le taux de distribution d'investissement est large et touche une grande partie des firmes.

Les auteurs adoptent une approximation linéaire de cette équation pour la rendre testable empiriquement. Ainsi, l'équation devient :

$$\text{Var} \left[\frac{I_{t+1}(Z)}{K_t(Z)} \right] = \beta_0 + \beta_1 \sigma^2 + \beta_2 \tau_t^2 + \beta_3 \tau_{t-1}^2 \dots\dots\dots (17)$$

Puis, ils considèrent qu'à l'équilibre, (τ_t^2) est égal à la variance conditionnelle d'inflation :

$$\text{Var} \left[\frac{I_{t+1}(Z)}{K_t(Z)} \right] = \beta_0 + \beta_1 \sigma^2 + \beta_2 \text{var}_{t-1}(\pi_t) + \beta_3 \text{var}_{t-1}(\pi_{t-1}) \dots\dots\dots (18)$$

Cette équation relie directement la variance de distribution d'investissement à la mesure d'incertitude d'inflation. Le second objectif des auteurs est de voir la relation entre l'investissement et l'incertitude nominale. L'intuition consistait à identifier une relation négative entre la variance du taux de distribution de l'investissement et la variance du profit. En effet, d'après l'équation des prix à l'équilibre 18, ils adoptent l'équation suivante qui relie la variance du profit et la stabilité de la politique monétaire:

$$\text{var} \left[\log \frac{R_{t+1}(Z)}{K_{t+1}(Z)} \right] = \frac{\sigma^2}{\gamma^2} + \left[\frac{\rho}{\gamma} - \phi_{2,t} \left(\frac{\theta}{\gamma} + \dots \right) \right]^2 \sigma^2 \dots\dots\dots (19)$$

avec, (R_{t+1}), désigne le profit d'exploitation. Il est défini comme le revenu avant les coûts de capital.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

D'après cette équation, on remarque que la variance du profit d'une entreprise est négativement liée à la stabilité monétaire via le coefficient ($\phi_{2,t}$). La combinaison entre les équations (18) et (19) nous permet d'avoir une équation testable empiriquement.

Ceci aboutit à l'équation suivante :

$$\text{var}\left[\log\frac{I_{t+1}(Z)}{K_t(Z)}\right] = \beta'_0 + \beta'_1 \sigma^2 + \beta'_2 \text{var}\left[\log\frac{R_{t+1}(Z)}{K_{t+1}(Z)}\right] + \beta'_3 \text{var}\left[\log\frac{R_{t+1}(Z)}{K_{t+1}(Z)}\right] \dots \dots \dots (20)$$

Comme on peut le remarquer, une hausse de la variance du profit doit être associée à une baisse immédiate de la variance du taux d'investissement.

Après avoir modélisé les différentes relations théoriques entre l'instabilité de la politique monétaire, le taux de distribution d'investissement et le profit, les auteurs ont testé empiriquement les relations théoriques trouvées. L'application économétrique de ce modèle se base sur un échantillon de firmes anglaises durant la période de 1961 à 1980. Le choix de la période se justifie par le fait que cette période mixe entre une période de grande instabilité (début des années soixante à la fin des années soixantedix) et une période de grande stabilité (à partir des années quatre-vingt). Les auteurs ont adopté différentes méthodes d'estimation pour des raisons de robustesse. En effet, l'équation (4.15) est estimée, d'abord, par la technique des moindres carrés ordinaires, puis par une modélisation ARCH(1) pour tenir compte d'une éventuelle hétérosédasticité. L'identification d'un effet ARCH(1) par les tests statistiques (celui de LM) fait du dernier modèle le plus robuste. Les résultats de cette estimation sont en faveur de l'hypothèse selon laquelle l'instabilité monétaire affecte négativement le taux de distribution d'investissement. Ainsi, d'après cette investigation économétrique, les auteurs ont validé leurs études théoriques et leur modélisation. Dans une deuxième partie, les résultats d'estimation de l'équation (4.17) sont en faveur de l'hypothèse selon laquelle l'instabilité monétaire affecte négativement le taux du profit.

La période d'estimation est caractérisée par des changements consistants 19 qui sont difficiles à contrôler selon les techniques d'estimation des séries temporelles.

Ainsi, pour remédier à ces problèmes, les auteurs utilisent la technique d'estimation du panel à effet fixe pour contrôler cette hétérogénéité. Les résultats de cette estimation valident la théorie prédéfinie par Beaudry et al. (2001). En effet, les résultats valident l'effet négatif d'instabilité de la politique monétaire sur le taux de distribution du dividende et sur le taux de profit. Selon Beaudry et al. (2001), si cette instabilité a affecté l'investissement et les profits des entreprises, elle touchera forcément la croissance économique, ce qui entraînera une détérioration des performances économiques du pays.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Cette étude de Beaudry et *al.* (2001) identifie l'effet de la stabilité de la politique monétaire sur la performance économique d'un pays. Les auteurs montrent qu'il y a plus de gain en termes de performance économique dans le cas où la politique monétaire devient plus stable. Cette performance est mesurée via l'impact sur l'investissement. Plus il y a d'investissement au sein de l'économie, plus il y a de production, plus il y a de travail, et plus il y a de développement. L'investigation économétrique de cette étude montre que la stabilité de la politique monétaire engendre une distribution large de l'investissement. Autrement dit, une part importante des firmes sur le marché aura les moyens d'investir. Ceci est une des conditions qui va favoriser la croissance économique.

D'autres études se sont intéressées à l'étude de la relation de l'inflation et de la croissance économique. En effet, dans une étude menée par Kormendi et Meguire (1985), les auteurs testent empiriquement certaines hypothèses pour pouvoir contribuer à la littérature économique sur les déterminants macroéconomiques de la croissance. Parmi les hypothèses testées, celle de Barro (1976, 1980) concernant l'impact de la volatilité ou de l'instabilité de la politique monétaire sur la croissance, ainsi que celle de l'influence de l'inflation sur le stock de capital.

Ils estiment le modèle suivant :

$$MDY_j = \alpha + \beta X_j + \varepsilon_j \dots\dots\dots(21)$$

avec, (MDY_j) , la croissance moyenne de l'output agrégé pour un pays j ; X , vecteur de variables explicatives.

Les différentes hypothèses qui vont être testées par les auteurs consistent à inclure l'indicateur relatif à chaque hypothèse dans le vecteur des variables explicatives et à évaluer sa significativité. L'estimation est réalisée sur 46 pays pour lesquels toutes les données sont disponibles dans la base de données du FMI. Les résultats des estimations sont en faveur de l'hypothèse de Barro (1976, 1980) selon laquelle l'instabilité monétaire affecte négativement la croissance économique. En effet, cette instabilité est mesurée par la quantité de monnaie existante dans l'économie. Les estimations montrent qu'une instabilité monétaire affecte la croissance économique. Plus précisément, un choc d'offre qui consiste en une augmentation de 10% de l'offre de la monnaie engendre 3% de baisse de la croissance économique au Chili et 2.4% aux États-Unis.

Dans le tableau ci-dessous (Tab. 4) nous récapitulons les principaux travaux montrant l'effet négatif de l'instabilité de la politique monétaire sur la performance économique.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Tableau 4 : Les principaux travaux de l'instabilité de la politique monétaire sur la performance économique.

Etude	Problématique	Méthodologie	résultat
Ho (1996)	Quel est l'effet d'instabilité monétaire sur la croissance économique (via l'accumulation du capital) ?	L'instabilité monétaire est mesurée par l'instabilité de la croissance monétaire et par la volatilité d'inflation. Il adopte un modèle de croissance endogène où la monnaie est introduite.	Une encaisse monétaire élevée engendre une hausse dans le niveau de capital désiré de la firme. Une inflation élevée génère une réduction du capital désiré.
Beaudry et al. (2001)	Quel est l'effet de l'instabilité monétaire sur la performance économique (via le taux d'investissement) ?	Cet effet est étudié via l'impact de l'instabilité monétaire (mesurée par la volatilité d'inflation) sur le taux de distribution d'investissement. Cette étude est menée sur des firmes anglaises durant la période de 1961-1990	L'incertitude de l'environnement de politique monétaire affecte négativement le taux de distribution d'investissement.
Kormendi et Meguire (1985)	Étudie l'effet d'instabilité monétaire (via la volatilité d'inflation) sur la croissance économique.	Il s'agit de faire une régression de la croissance moyenne de l'output agrégé en fonction de la volatilité d'inflation	Les résultats sont en faveur d'un effet négatif.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Section 2 : La crédibilité, facteur d'efficacité de la politique monétaire.

Le terme crédibilité signifie le degré de confiance que manifeste le Public envers la **détermination de la Banque centrale d'atteindre les objectifs qu'elle a annoncés.**

Selon la théorie économique, une politique monétaire hautement crédible réduit le degré d'incertitude entourant les objectifs de la politique monétaire. « Quand la politique mise en oeuvre par la Banque centrale jouit d'une grande crédibilité, les fluctuations qu'enregistrent l'inflation, les taux d'intérêt, la production et l'emploi en réaction à des chocs donnés devraient-êre moins prononcés que dans le cas inverse ».

La crédibilité des autorités dépend de l'importance et de la constance des incitations qu'a la Banque centrale à se conformer à la politique qu'elle a annoncée.

Conformément à la littérature économique, la crédibilité a été jugée en mesure de favoriser un climat de confiance et de stabilité monétaire. Le concept n'est pas clairement défini, il est souvent associé aux termes suivants : incertitude, responsabilité et transparence

2-1 : l'évolution de la théorie sur la crédibilité.

La littérature concernant la crédibilité et ses problèmes s'est développée à partir des années 1980. Cette littérature¹ aborde essentiellement deux questions :

Pourquoi existe-t-il un problème de crédibilité? C'est-à-dire, comment se fait-il que la politique optimale ex post diffère de la politique optimale ex ante ?

Les pertes de bien-être dues aux problèmes de crédibilité peuvent-elles être évitées ?

Il existe de nombreux travaux dont le but est de théoriser la crédibilité des politiques économiques. Nous allons commencer par exposer les travaux qui constituent la base dans ce domaine à partir d'un modèle économique « canonique ». Notre point de départ est l'article de **Kyland&Prescott (1977)** qui sont les premiers à mettre en évidence le problème de l'incohérence temporelle et donc, l'apparition du problème de la crédibilité et continuer par le travail de **Barro&Gordon (1983)** qui ont développé et illustré ce problème en proposant trois politiques différentes dans le but de voir quelle politique est la meilleure pour éviter le problème de la crédibilité. Ensuite, nous allons examiner trois solutions originales proposées pour lutter contre le problème de l'incohérence temporelle. Ce sont « la délégation » proposée par **Rogoff** en 1985, « l'approche principal-agent » exposée par **Walsh** en 1995 et « le ciblage de l'inflation » proposé par **Svensson** en 1995.

Nous allons d'abord commencer par analyser comment apparaît le problème de la crédibilité

¹ Horn, Henrik & Persson, Torsten, 1988. "Exchange rate policy, wage formation and credibility," European Economic Review, Elsevier, vol. 32.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

en insistant sur la notion d'incohérence temporelle et nous allons ensuite décrire un modèle simple dans le but de mieux comprendre le problème de la crédibilité dans une économie.

- La notion de « l'incohérence temporelle »

Le concept d'incohérence temporelle, qui est la première situation décrite où le problème de crédibilité apparaît, a été formulé pour la première fois en 1977 par Kyland et Prescott² pour décrire les tentations des décideurs de politiques de dévier d'une politique déjà annoncée.

Dans leur article, la thèse de Kyland et Prescott était de montrer que la théorie du contrôle

optimal, qui était considérée comme un outil fort et utile pour analyser des systèmes dynamiques, n'était pas l'outil approprié pour la planification dynamique de l'économie même dans le cas où il existe une fonction d'objectif social fixée et bien définie. Ils montrent que la plupart des décisions de politique se heurtent à un problème de cohérence temporelle.

Ensuite, Barro et Gordon³ ont popularisé le problème de l'incohérence temporelle dans le cas de la politique monétaire à travers deux articles²². Ils se placent dans le cadre des théories du taux de chômage naturel et essaient de développer une théorie positive de la politique monétaire et de l'inflation dans le modèle de Lucas avec anticipations rationnelles et augmenté d'une courbe de Phillips. L'un des objectifs de ces théories, c'est de « tenter de réconcilier la rationalité des pouvoirs publics avec la réalité des interventions. »⁴

On peut dire que cette littérature est développée selon deux prémisses:

1. Les décisions courantes des agents économiques dépendent non seulement des mesures de politiques économiques courantes et passées, mais aussi de l'anticipation des politiques à venir. Une règle de politique optimale au début d'une période peut ne plus l'être à la période suivante à cause des changements des anticipations des politiques futures des agents privés: le plan optimal resterait et serait optimal si et seulement si ces anticipations étaient invariantes par rapport à la politique future. Par exemple, les changements dans la fonction de l'objectif social reflétés dans un changement administratif ont un effet immédiat sur les anticipations des agents et affectent leurs décisions courantes. Dans un tel cas, on peut parler d'incohérence temporelle ou dynamique. Par contre, pour *Kyland&Prescott(1977)*, une politique est dite cohérente si pour chaque période t , la politique π_t maximise la fonction d'objectif étant donné

² Kyland et Prescott " Rules rather than discretion : the inconsistency of optimal plan" , Journal of Political economy, vol 85.

³ Barro&Gordon, 1983a, " A positive theory of monetary policy in a natural rate model ", Journal of political Economy, Vol : 91.

Barro&Gordon, 1983b, "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", Journal of Monetary Economics, No: 12.

⁴ Faugère, 1991, Les règles génératrices de crédibilité, éléments de critique des thèses des « nouveaux classiques », Revue française d'économie, vol 6, n° 4, pp. 227-280..

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

les décisions prises précédemment et que les décisions des politiques futures sont prises de la même façon.

2. La politique macroéconomique est considérée comme un output des interactions stratégiques entre le gouvernement et le secteur privé de l'économie : la règle de la décision optimale des faiseurs de politique dépend non seulement de ses propres décisions mais aussi de celles des autres agents de l'économie. Une fois que le processus monétaire est en oeuvre, les agents économiques privés peuvent en déduire les caractéristiques et donc formuler leurs anticipations. La décision de politique est alors soumise à la contrainte que les anticipations de la politique future des agents vont être égales à la politique réalisée. Parce qu'une fois que les agents économiques privés réalisent que la politique économique du gouvernement ne coïncide pas avec la politique annoncée, le décideur de politique va se heurter à une contrainte de crédibilité. De-là, on peut dire que les décisions de politique sont les solutions d'un jeu joué par des agents rationnels où chaque joueur doit anticiper aujourd'hui la réaction des joueurs dans le futur et cette hypothèse fait de la théorie du jeu un outil méthodologique adopté pour cette approche moderne de la politique macroéconomique. Ce cadre permet de faire une analyse à deux agents. Barro et Gordon identifient deux joueurs: *Le décideur public* (l'autorité monétaire ou le décideur de politique), qui définit la politique monétaire et *les agents économiques privés*, qui forment des anticipations sur l'inflation.

Dans l'analyse en question, le modèle va alors avoir :

1. Une règle de décision annoncée par le décideur de politiques pour les agents économiques privés qui vont déterminer leurs actions en fonction de leur information courante, au début de la période,
2. Une fonction d'anticipation qui va déterminer les anticipations des agents privés comme une fonction de leur information courante, ce qui va représenter la réaction des agents privés,
3. Une règle de politique, laquelle va spécifier le comportement des instruments de politique comme une fonction de l'ensemble de l'information courante des décideurs de politiques et qui sera considérée comme la réaction du décideur de politiques.

Alors, on va présenter le cadre de ce jeu déterminé par ces auteurs dans un modèle canonique dans le but de mieux comprendre la structure de ce dernier.

2- 2 : L'indépendance de la Banque Centrale

L'indépendance de la Banque Centrale est un mécanisme institutionnel par lequel le degré de la crédibilité peut être amélioré. Il s'agit d'accorder une indépendance totale à la Banque Centrale dans la conduite des politiques monétaire et du taux de change dans le but de maintenir la stabilité des prix. Celle-ci permet de déconnecter la décision en matière de la

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

stabilité des prix de l'action des pouvoirs politiques. Quand il y a une indépendance organique (au niveau institutionnel) et fonctionnelle (au niveau de l'application des instruments), une telle politique permet en effet de convaincre les agents privés du fait que l'objectif de la stabilité des prix ne va pas s'accompagner d'un financement par taxe inflationniste ou d'un financement monétaire du déficit budgétaire.

Il y a des auteurs qui ont mis en évidence une relation causale entre le degré de l'indépendance de la Banque Centrale et le taux de l'inflation. Ce sont *Alesina(1988)*, *Alesina&Grilli(1992)* et *De Haan&Sturn(1992)*. Pour ces auteurs, plus la Banque Centrale est indépendante, plus le taux d'inflation est faible. *Posen(1993)* analyse pourquoi l'indépendance de la Banque Centrale cause des taux d'inflation faibles. Son approche est plutôt politique à la différence des auteurs précédents. Pour lui, des groupes politiques ont des préférences spécifiques sur l'inflation et c'est le secteur financier qui a un intérêt important quand le taux d'inflation est faible. *Cukierman(1994b)* essaye de montrer qu'il peut y avoir des facteurs politiques et économiques qui influencent le degré de l'indépendance de la Banque Centrale. Pour lui, l'arbitrage essentiel du gouvernement est à faire entre la crédibilité et la flexibilité de la politique monétaire. Parce qu'un manque de crédibilité cause des anticipations inflationnistes chez les agents privés et donc, un biais inflationniste dans l'économie. Ce biais inflationniste permet aux agents privés d'ajuster leurs comportements économiques conformément aux taux d'intérêt élevés et à la hausse des salaires. Le fait de rendre la Banque Centrale indépendante augmente la crédibilité et la mise en oeuvre des politiques monétaires discrétionnaires devient de plus en plus rare.

Cependant, *Alesina et Grilli(1993)* discutent les conséquences positives d'une telle structure institutionnelle en analysant les conséquences de l'indépendance politique de la Banque Centrale Européenne dans la conduite de la politique monétaire au niveau européen, du point de vue de l'arbitrage entre une inflation faible et la stabilisation de l'output. Ils font cette analyse dans deux cas essentiels : Dans le premier cas, ils considèrent que l'Europe a terminé son unification politique et donc, que la Banque Centrale Européenne est considérée comme une banque nationale. Une certaine indépendance politique est garantie et les auteurs constatent que dans un tel cas, la BCE est aussi indépendante que la Bundesbank. Dans le deuxième cas, ils considèrent que l'Europe n'a pas encore terminé son unification politique et économique. Dans ce cas, ils montrent, toujours dans le contexte de l'Union Monétaire Européenne, comment les différents pays membres, ayant chacun des préférences différentes pour la conduite de la politique monétaire peuvent être en désaccord avec la conduite de la politique monétaire formulée par une Banque Centrale commune. Ils concluent que les pays

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

membres « aux périphéries de l'Europe » comme la Grèce, l'Irlande et le Portugal, sont obligés de faire face à des coûts élevés pour abandonner leurs indépendances monétaires mais ces sont encore ces pays qui ont des bénéfices très importants en termes de crédibilité des politiques de désinflation.

2-3 : Les tests de la crédibilité

On peut tester la présence des effets de la crédibilité par différentes techniques, comme la méthode d'erreur d'anticipation, la procédure d'apprentissage bayésienne, les paramètres variants dans le temps pour prendre en compte la critique de Lucas, et enfin, le filtre de Kalman.

A. Prediction-Error Method and Proxy Variables

La plupart des travaux empiriques relatifs à la crédibilité des politiques économiques comme par exemple les travaux de *Blanchard(1984)*, *Christensen(1987a)* et *Kremers(1990)* utilisent la méthode d'erreur d'anticipation. Cette méthode consiste à estimer un modèle du processus inflationniste dans la période de pré-réforme et à faire des prévisions pendant la période de post-réforme.

Cette procédure fournit généralement un test de crédibilité insatisfaisant car de tels erreurs d'anticipation ne peuvent rien expliquer dans le modèle. C'est seulement dans le cas où le modèle est bien spécifié que les effets de la crédibilité sont testés par cette méthode.

Une procédure alternative consiste à définir et à introduire explicitement une variable de crédibilité dans le modèle de régression et de tester sa signification et sa stabilité dans le temps.

Christensen(1987b, 1990) utilise la variation du taux de change comme une variable proxy pour la crédibilité d'un régime de taux de change. Il argumente que la condition nécessaire pour soutenir un degré élevé de crédibilité est le fait que la variation du taux de change devienne corrélée positivement avec le taux d'intérêt nominal. Il mesure la variable de crédibilité par l'écart type du taux de change. La crédibilité est donc affectée par l'appréciation et la dépréciation de l'unité monétaire domestique.

Notons que dans le contexte d'un programme désinflationniste dans des pays en voie de développement, le « spread » entre le marché parallèle du taux d'intérêt et le taux officiel est souvent utilisé comme un indicateur du degré de confiance en politique monétaire.

Blanchard (1984) examine le comportement de deux relations importantes pour lesquels les anticipations jouent un rôle important : relation entre l'inflation et le chômage, c'est-à-dire la courbe de la Phillips et la relation entre les taux d'intérêt de court terme et de long terme, c'est-à-dire la structure par terme des taux d'intérêt. Il se base sur la critique de Lucas dans la

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

période de changement de la politique monétaire américaine en 1979.

Dans un premier temps, il estime les modèles pour différentes périodes et compare les résultats des estimations. Après, il calcule les erreurs d'anticipation et fait une comparaison entre les erreurs d'anticipation de différentes périodes. Il conclut qu'il n'y pas un changement important dans la courbe de Phillips, que les erreurs d'anticipation sont petites et qu'il n'y a donc pas d'effet direct du changement de la politique sur les anticipations des agents privés. Dans le domaine de la structure de terme, il constate qu'il n'y pas de grandes différences entre les coefficients des résultats d'estimation et que les erreurs d'anticipation sont positives et grandes, ce qui signifie que les anticipations ont changé. Même si les marchés financiers ont eu confiance au changement de la politique, ils n'ont pas anticipé une baisse rapide du taux d'inflation.

Kremers(1990) analyse comment la politique désinflationniste en Irlande a gagné de la crédibilité à partir de la participation de l'Irlande au système de taux de change européen (ERM). Pour ce faire, il construit un modèle du taux d'inflation de l'Irlande avec deux variables exogènes : variables anticipés comme le taux d'inflation anticipé du Royaume Uni et celui de ERM (Irlande exclue) et variables explicatives comme les coûts de facteurs et concurrence des prix internationaux. En effet, selon l'hypothèse qu'il fait l'inflation des prix à la consommation en Irlande dépend de deux éléments : les coûts de facteurs et la concurrence des prix internationale. Les coûts des facteurs peuvent influencer l'inflation dans le secteur des biens non échangeables où la pression de la concurrence internationale n'est pas importante. D'autre part, le secteur des biens échangeables se comporte comme le faiseur des prix. En présence de l'arbitrage des prix internationaux, les anticipations des prix dans ce secteur sont basées sur les prix compétitifs anticipés. Il estime ce modèle et un modèle d'anticipation pour deux périodes : avant l'intégration de l'Irlande dans ERM et pour toute la période. Selon les résultats obtenus, il met en évidence que la politique désinflationniste irlandaise a gagné de la crédibilité après l'intégration de l'Irlande à ERM.

B. Bayesian Learning Procedure

On peut mesurer la crédibilité par la méthode de la procédure d'apprentissage bayésienne suite à l'adoption d'un nouveau programme. Dans cette méthode, il s'agit de formuler et de déterminer une règle de décision bayésienne, c'est-à-dire une règle qui choisit l'hypothèse minimisant l'espérance de risque et de dériver explicitement une probabilité d'échec d'un programme de désinflation dès que les agents privés commencent à observer un changement dans un régime. Le critère est de minimiser le nombre d'erreur, et donc la probabilité d'erreur.

Baxter(1985) essaye de mesurer l'évolution de la crédibilité après l'introduction d'une

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

politique de taux de change annoncée en Argentine et au Chili dans les années 1970. Son objectif est de développer et d'appliquer une méthode pour mesurer la crédibilité d'une réforme de politique annoncée et ainsi, de voir comment les agents décident de croire à la réussite de la réforme annoncée au moment de l'annonce du changement ou de la réforme en question quand ils n'ont que de l'information passée sur la mise en application des changements ou des réformes. Une fois que les agents privés ont une idée sur les règles de politique du gouvernement, ils calculent la probabilité que ces règles appartiennent à l'ensemble des règles de la réforme, en utilisant la technique bayésienne. Dans son modèle, les agents privés observent le déficit public et la création monétaire domestique et après, ils font une estimation avec une procédure bayésienne afin de voir si l'évolution est compatible ou pas à la règle du taux de change annoncée et soutenable avec les conditions d'équilibre de l'état stationnaire.

Ils ont des paramètres primaires sur les règles de politique, conformément à la théorie statistique bayésienne. Au fur et à mesure que le temps passe, ils incorporent de l'information contenue dans la réalisation des variables de la politique dans leurs prévisions de la politique future. De cette façon, ils combinent la réalisation de la politique avec leur priorité dans le but de former une distribution postérieure de leurs variables de politique qu'ils utilisent pour les prévisions des politiques futures. A ce point, il définit la crédibilité comme une probabilité postérieure que le gouvernement respecte la règle de la réforme de politique annoncée.

Il construit un modèle linéaire de régression multiple où il essaye d'expliquer la variable cible de la politique par des variables d'état et un terme d'erreur. Il conclut que l'amélioration de la crédibilité cause une réduction de l'inflation et des taux d'intérêt et qu'elle augmente les réserves et la demande de la monnaie réelle.

Weber(1991) mesure une réputation anti-inflationniste par une probabilité que les décideurs de politique poursuivent des politiques à faible inflation, en se posant comme question si le système monétaire européen a aidé les pays membres à réduire leur taux d'inflation dans les années 1980. Cette probabilité est dérivée par apprentissage dans le temps à partir du comportement actuel des faiseurs et estimée par une procédure bayésienne qui consiste à trouver comment l'inflation peut être estimée à une période donnée sous différentes hypothèses alternatives relatives au degré auquel les chocs d'inflation sont permis par la Banque Centrale.

Son point de départ est de faire une distinction entre les termes « réputation » et « crédibilité ». Il définit la réputation comme la probabilité attribuée à la poursuite d'une politique monétaire à faible inflation par les agents privés et dérivée par l'apprentissage dans

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

le temps à partir des comportements actuels des autorités monétaires. La crédibilité, pour lui, est l'importance des croyances concernant une politique conforme aux annonces officielles relatives à cette politique. Elle peut aussi être considérée comme la mesure du degré auquel les décideurs de politique s'engagent sous des politiques futures en faisant des annonces de politique.

Il utilise deux types de mesure de crédibilité possibles : crédibilité moyenne et crédibilité marginale :

- Crédibilité Moyenne : C'est la crédibilité qui met en évidence l'importance accordée par les agents privés aux résultats de la politique de dévier des annonces de politiques primaires. Plus cette déviation est petite, plus la crédibilité moyenne est importante.

- Crédibilité Marginale : Cette mesure de crédibilité signifie le poids accordé à l'annonce par les agents privés au moment où ceux-ci forment leurs anticipations. On peut donc dire qu'elle mesure combien les annonces influencent les anticipations des agents privés. Dans le cas où les annonces influencent les anticipations, il s'agit d'une crédibilité complète et ce poids est égal à 1 ; par contre, il tend vers 0 quand les annonces ne sont pas crédibles.

La technique bayésienne qu'il adopte dans son article, consiste à trouver la façon dont l'inflation peut être anticipée dans chaque sous-période à partir de différentes hypothèses sur le degré auquel les chocs d'inflation autorisés à être permanents par la Banque Centrale.

Cette technique détermine la probabilité que la moyenne de différentes anticipations donnent mieux l'inflation par rapport au cas où ces anticipations seraient examinées séparément et lui permet de conclure que le système monétaire international a réduit les coûts de désinflation

C. Time-Varying Parameters and the Lucas Critique

Un autre moyen de tester les effets de la crédibilité consiste à utiliser les paramètres variant dans le temps en se basant sur la critique de Lucas puisqu'on ne peut pas penser que les variables qu'on analyse ne peuvent pas rester invariantes et qu'elles peuvent évoluer sous l'influence de la politique économique quand les acteurs privés reconnaissent des modifications dans les règles ou dans le régime de politique économique et quand ils les intègrent dans leur comportement. C'est pour cela, selon Lucas, il faut comparer les coefficients de régression de différentes périodes correspondant à différents régimes de politique économique.

Mankiw, Miran et Weil(1987) utilisent les techniques de la régression switching pour tester les effets de la crédibilité. Dans leur article, il ont pour but d'analyser le changement du comportement des taux d'intérêt nominaux suite au changement de régime dans le système de

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

réserve fédérale en 1914 et de déterminer comment les agents privés ont réagi par leurs anticipations.

Pour ce faire, ils se focalisent sur le taux de court terme car l'objectif clé du changement fait dans le régime était le comportement de cette variable. Ils ont deux groupes de données : Les variables du 1er correspondent à la période avant le changement et le 2nd à la période après le changement. Comme la relation entre les taux d'intérêt de long terme et de court terme dépendent de la perception de l'environnement par les agents économiques, car le taux d'intérêt de long terme dépend du taux d'intérêt de court terme anticipé, ils relient le taux de long terme aux taux de court terme courant et anticipé, par une équation simple de Modigliani-Sutch. Si les perceptions s'ajustent graduellement au nouveau régime, le changement dans la relation empirique entre les taux de long et de court terme décale le changement dans le processus du taux de court terme. Ils estiment le modèle step et le modèle logistique de Modigliani-Such par régression switching. Ils concluent que les agents sur le marché financier n'ont pas pu estimer le nouveau processus du taux d'intérêt de court terme dans les premiers mois mais après ils ont anticipé les effets de l'introduction du nouveau régime et ont réagi conformément au changement dans quelques mois.

D. Kalman Filter

En tant qu'une technique alternative récente pour mesurer les effets de la crédibilité, le filtre de Kalman est proposé par *Agénor et Taylor(1992)*. Dans cette technique, il s'agit d'estimer des variables d'état par le filtre de Kalman et d'estimer à chaque instant t les variables cachées (le vecteur d'état) conditionnellement aux variables observées jusqu'à la date t (le vecteur de mesure). Il y a deux étapes : Dans la 1ère étape, on a des équations de « mises à jour des mesures » (actualisation) concernant les lois de probabilité a posteriori qui tiennent compte de l'information à la date t , et dans la 2nde étape, on a des équations de « mises à jour du temps » (prévision) qui ne dépendent pas des observations à la date t .

Si l'on regarde la procédure du filtre de Kalman du point de vue de la crédibilité, on peut dire qu'elle examine la relation entre les coefficients qui influencent le processus de l'inflation et la composante transitoire du premium, dans le but d'examiner l'existence de l'effet de la crédibilité sur le comportement de l'inflation. Elle nécessite l'utilisation de l'information sur la différence entre le taux de change officiel et le taux de marché du marché parallèle. Elle repose sur deux hypothèses :

- 1) L'inflation est un processus corrélé à cause des forces inertielles,
- 2) La variable proxy la plus appropriée pour mesurer le degré de la crédibilité d'un programme de stabilisation est la part du marché parallèle qui est orthogonal aux mouvements

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

dans le marché des fondamentaux.

Dans la 1ère étape, il s'agit d'estimer la variable de la crédibilité, de décomposer le marché parallèle en une composante systématique et fondamentale et en une composante transitoire non fondamentale (erreur) qui est une mesure de la crédibilité, en utilisant une régression incluant les facteurs fondamentaux dans le vecteur des variables prédéterminés. Ensuite, dans la 2nde étape, il s'agit d'estimer un système VAR pour l'estimation d'un processus « backward-looking » de l'inflation avec des paramètres variant avec la composante non fondamentale du marché parallèle, en utilisant le filtre de Kalman.

On peut s'intéresser à deux articles qui ont utilisé exactement la même méthode pour voir les effets de la crédibilité à l'aide du filtre de Kalman.

Agénor&Taylor(1993) utilisent cette procédure pour estimer la taille et la diffusion des effets de la crédibilité dans le cadre des politiques de stabilisation dans des pays à inflation élevée. Plus particulièrement, ils examinent le Cruzado Plan mis en oeuvre au Brésil en 1986. Ils obtiennent comme résultat que même si le Cruzado Plan semble avoir gagné de la crédibilité rapidement, ses impacts sur le processus inflationniste ont été moins dramatiques.

Karfakis&Sidiropoulos&Trabelsi(2000) analysent le programme de stabilisation mis en oeuvre en Grèce en 1985 par la procédure à deux étapes tout en se focalisant sur les propriétés de séries temporelles du processus inflationniste et du marché parallèle. Ils utilisent la procédure de Harvey pour décomposer le marché parallèle en une composante permanente et en une composante transitoire qu'ils considèrent comme la mesure de la crédibilité. Après, ils estiment le processus de l'inflation avec des coefficients variant en utilisant l'approche du filtre de Kalman. Ils concluent que le programme en question a gagné de la crédibilité immédiatement.

. Une banque a été jugée plus crédible d'autant qu'elle est plus indépendante et transparente. Pour accroître leur crédibilité, les autorités monétaires doivent engager leur responsabilité à rendre compte. Elles doivent donc, devenir plus ouvertes et donner plus d'informations sur leurs opérations. La Banque centrale annonce clairement ses intentions et agit d'une manière prévisible.

Une crédibilité élevée aiderait les autorités monétaires à maintenir le taux d'inflation à des niveaux comparables à l'objectif fixé même si des événements imprévus viennent perturber l'évolution des prix. Confiant dans la détermination de l'Institut à atteindre le taux fixé, le Public ne va pas mal réagir aux fluctuations des taux d'intérêt et aux variations des prix. Elle permettrait aux autorités monétaires de mieux juger de la capacité de l'économie de produire des biens et des services et de générer des emplois.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Section 3 : Les cycles économique :

La succession plus ou moins régulière des périodes de prospérité et de dépression est un fait historique observé depuis longtemps, et particulièrement depuis la révolution industrielle : ainsi, la France a connu au dix-neuvième siècle des crises en 1825, 1836, 1847, 1857, 1866, 1873, 1882, 1890, 1900. Si le vingtième siècle a été marqué plus par les grandes crises (1929-33, 1975) que par les crises moyennes périodiques, on peut néanmoins se demander si ces phénomènes de crises ne suivent pas une loi périodique ou quasi-périodique, c'est-à-dire si les variables économiques ne sont pas soumises à des cycles.

Dans cette hypothèse de fluctuations cycliques, le comportement de certaines variables économiques (ou toutes) serait soumis à des lois (plus ou moins complexes) qui se perpétueraient de manière quasiment permanente et qui constitueraient un cadre obligé de la vie économique.

Si au contraire on rejette cette hypothèse, les fluctuations conjoncturelles sont considérées comme des accidents qui ne se répètent pas même s'ils se ressemblent, et la structure cyclique n'est au mieux qu'une illusion d'optique.

Sans prendre parti entre ces deux hypothèses, on insistera cependant dans ce chapitre sur celle des cycles économiques, qui donne lieu des développements théoriques plus généraux et nombreux.

3-1 : Définition du cycle économique:

Selon Arthur Burns et Wesley C. Mitchells : cycles économiques sont un genre particulier de fluctuations que l'on peut observer dans l'activité économique agrégée des nations dont l'organisation du travail repose principalement sur l'entreprise privée.

Le cycle économique peut être défini comme un mouvement généralisé d'expansion observable au même moment dans un très grand nombre d'activités, suivi d'un mouvement généralisé similaire de récessions, de contractions et de reprises qui se fusionnent pour entraîner l'économie dans une nouvelle phase d'expansion ; cette séquence de changements et de mouvements est récurrente mais non périodique ; en durée, les cycles varient de plus d'une année à dix ou douze années ; ils ne sont pas divisibles en cycles plus courts ; ils possèdent leurs caractéristiques en propre ».

Les tentatives d'appréciation de la période des cycles (c'est-à-dire de leur durée) ont abouti essentiellement à distinguer trois types de cycles (nommés selon le nom du découvreur) :

- Cycle de 40 mois ou KITCHIN
- Cycle de 8 10 ans ou JUGLAR (le plus classique)
- Cycle de 50 ans ou KONDRATIEFF

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Il existe aussi des cycles d'ampleur particulière, comme les cycles saisonniers (vente de produits solaires), ou les cycles agricoles.

Il y a plusieurs manières d'étudier diverses phases du cycle ; divers auteurs ont considéré deux, trois, quatre ou encore cinq phases; dans le graphique ci-dessous, on divise un cycle en quatre phases.

La phase A représenté la haute conjoncture, la surchauffe, ou encore le sommet ou le pic du cycle ; c'est enfin le point de retournement, passage d'une phase de croissance à une phase de décroissance.

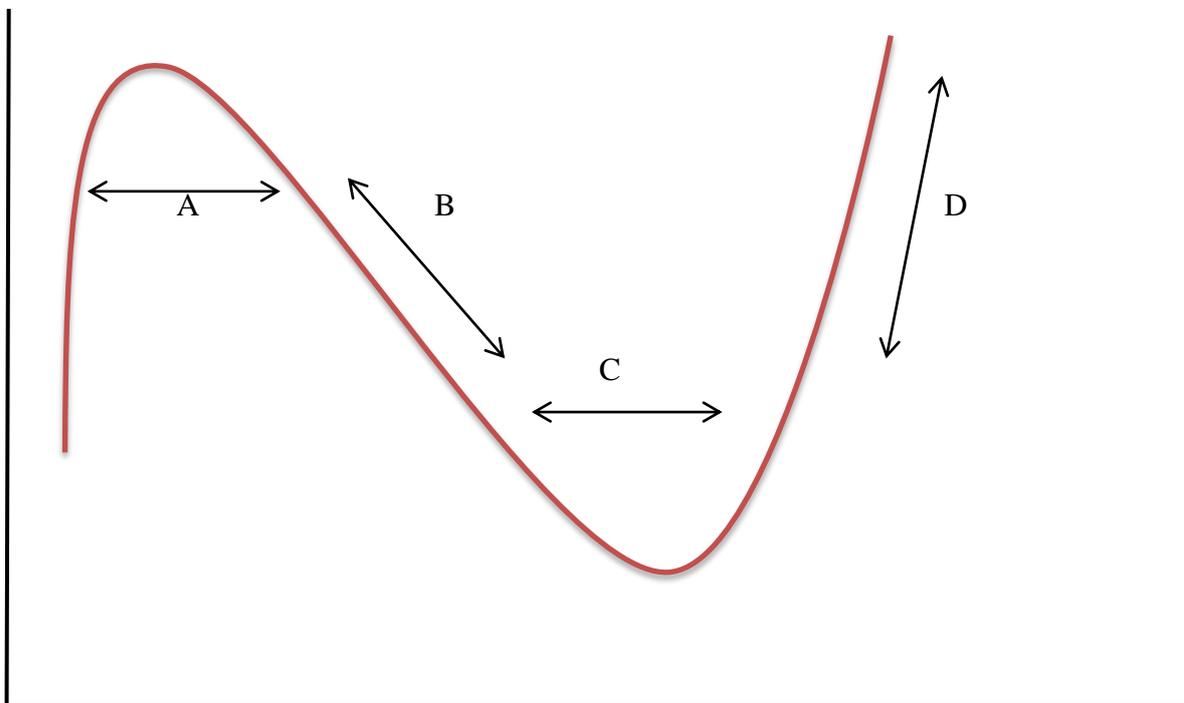
La phase B est celle où la variable économique décroît : c'est la récession, le début de la crise et de la liquidation.

La phase C'est la basse conjoncture, la dépression, le creux, la crise, la liquidation.

C'est le second point de retournement.

Enfin la phase D est la reprise et l'expansion, voire la prospérité. Tous ces termes sont évidemment indicatifs et ne visent qu'à définir des phases.

Figure 8 : Les phases du cycle



II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

3-2 : Les théories économiques du cycle

Les explications des cycles économiques se rangent en deux catégories : les unes sont exogènes, les autres endogènes.

Les approches exogènes sont celles qui attribuent la cause des cycles ou des fluctuations à des éléments extra-économiques. Les approches endogènes voient la cause dans la structure ou dans le fonctionnement du système économique lui-même.

Il n'est pas toujours facile de ranger une théorie dans l'une ou l'autre de ces catégories, qui se recouvrent en partie (par exemple, pour ceux qui pensent que la politique économique peut causer les crises, il est difficile d'affirmer que cette politique est totalement exogène, ou qu'elle est totalement endogène).

A : Théories exogènes

Les théories exogènes peuvent se référer à des phénomènes purement naturels ou des phénomènes humains. Dans les phénomènes naturels, on a pu avancer comme cause des cycles la fertilité du sol, qui est elle-même parfois cyclique :

alors, la production agricole est cyclique et l'ensemble de la production suit. Une autre hypothèse célèbre est celle des taches solaires, phénomène périodique dont William Jevons au 19^{ème} siècle avait constaté qu'il était bien corrélé, statistiquement, aux cycles de production. Comme facteurs humains, on cite : pour les cycles longs, les phénomènes de population, les "grappes" de progrès technologique (Schumpeter) ; pour les cycles courts et moyens, les phénomènes monétaires ou fiscaux - quand on les considère comme extra-économiques -, les mécanismes politiques (élections).

Toutes ces théories exogènes s'appuient nécessairement sur une cause extérieure, et sur un mécanisme économique, qui transforme l'impulsion extérieure en phénomène cyclique. Ce mécanisme doit lui-même être conforme aux lois économiques (par exemple, si un gouvernement relance les dépenses budgétaires peu avant les élections mais les freine juste après, il doit en résulter un effet expansionniste puis dépressionniste sur la production).

B Théories endogènes

Ce sont les théories qui prennent comme cause des cycles des phénomènes internes au système économique. Il peut s'agir de mécanismes monétaires, liés à la production, la répartition du revenu.

Mécanismes monétaires La théorie du cycle de Juglar (médecin français ; 1819-1905) est avant tout centrée sur le crédit bancaire, qui se développe de plus en plus rapidement durant

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

l'expansion, jusqu'au moment où les banques sont incapables de rembourser leurs créanciers, c'est-à-dire les déposants, qui peuvent réclamer leur or à tout moment (nous sommes au 19ème siècle, sous le régime de l'étalon-or), alors que les banques l'ont utilisé pour financer des crédits à court, moyen ou long terme, donc l'ont *immobilisé* ; l'or est indisponible et les déposants, inquiets, vont tous demander leur dû en même temps : d'où la faillite d'une banque, puis, par contagion (de la panique), d'autres banques parmi les moins solides. La théorie de Juglar peut paraître imparfaite dans la mesure même où elle repose sur le constat des crises bancaires, phénomène qu'on peut considérer comme propre au système d'étalon-or, qui n'est plus en vigueur, alors que les crises existent encore.

Cette théorie reste cependant une des premières et des plus suggestives des théories endogènes.

Chez Hawtrey, le crédit bancaire est fondamentalement instable du fait de l'instabilité des réserves en or ; il en résulte des fluctuations de l'investissement qui se transmettent dans l'économie.

Pour Wicksell, le déséquilibre monétaire est aussi la cause des cycles ; c'est la disparité entre le taux d'intérêt naturel et le taux d'intérêt monétaire qui est le phénomène central.

Le taux naturel est celui qui résulte des seules forces réelles de l'économie :

les ressources, les techniques de production et les préférences des agents ; il égalise l'offre et la demande réelles de fonds sur les marchés de capitaux (on voit que le taux naturel n'est pas la même chose que le taux d'intérêt réel). Le taux monétaire est influencé, outre ces facteurs, par les facteurs monétaires : expansion de la masse monétaire, variation du taux de change, etc.

Mais c'est le seul taux sur les marchés, le taux naturel étant invisible. Les agents fixent donc leur conduite de prêt et d'emprunt sur le taux monétaire, mais s'il n'est pas égal au taux réel, l'offre et la demande de fonds ne sont pas égales, ce qui entraîne des déséquilibres cumulatifs sur les autres marchés, et donc la crise.

Utilisation du revenu Certaines théories du cycle se fondent sur une mauvaise répartition de la dépense finale, et en particulier sur un excès d'épargne et donc une consommation insuffisante. Les théories de la sous-consommation ont été avancées au début du 19ème siècle par le suisse Sismondi, l'anglais Owen, puis par Hobson, un autre anglais, fin 19ème siècle et par Keynes et les keynesiens au 20ème.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

De manière générale, cette approche ne constitue pas une théorie des cycles, mais une théorie des crises qui entend expliquer le chômage durable, les dépressions persistantes. On notera cependant qu'en combinant l'accélérateur et le multiplicateur keynésien, des auteurs comme Samuelson et Hicks ont pu élaborer un modèle mathématique de cycle (l'oscillateur).

On reviendra sur cette approche dans la seconde sous-partie de cette partie.

Structure de la production Selon d'autres approches, souvent qualifiées de théories du surinvestissement, c'est un déséquilibre entre production de biens de consommation et production de biens d'investissement (ou dans la structure de production de biens d'investissement) qui joue le rôle moteur des crises.

Un des phénomènes qui a pu amener cette théorie est celui de projets d'investissement qu'on n'arrive pas à terminer, faute de capitaux ; ce phénomène accompagne (et donc cause peut-être) les crises du 19^{ème} siècle, particulièrement dans le secteur des chemins de fer où on a vu beaucoup de projets abandonnés. Il n'y avait donc pas assez d'épargne en face de projets d'investissement trop ambitieux.

Surinvestissement signifie donc insuffisance d'épargne. Le russe Tugan-Baranowski en 1894, pour les fluctuations longues, l'allemand Spiethoff en 1925, pour les cycles courts, ont avancé cette hypothèse. La théorie autrichienne du cycle, formulée par Ludwig von Mises (partir de 1916) et développée essentiellement par Friedrich Hayek (en 1931) constitue une élaboration de cette idée, voisinant avec la théorie monétaire de Wicksell.

Du fait d'un désajustement entre taux réel et taux monétaire, ce dernier étant trop bas, les investisseurs se lancent dans de nouveaux investissements, plus capitalistiques que précédemment (ils croient que le prix du capital relativement au travail a diminué, et changent donc la structure de leur équipement). Mais le taux naturel n'a pas changé, et ils ne pourront réaliser les investissements en excès de l'épargne que grâce à une baisse des salaires réels, qui constitue une épargne forcée.

Au fur et à mesure de l'expansion, les salaires réels reprennent leur niveau antérieur et le dépassent même, et l'épargne devient réellement insuffisante ; la réalité du surinvestissements apparaît alors à tous ; il faut revenir à des méthodes de production moins capitalistiques (ou moins longues, car les autrichiens identifient la durée de production avec son caractère capitalistique), c'est-à-dire liquider en partie les investissements précédents.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

C'est le début de la crise, et elle durera jusqu'à ce que la structure du capital corresponde à nouveau avec les données du marché des fonds.

Analyses modernes La théorie des cycles tente de se renouveler depuis une quinzaine d'années. La théorie du cycle réel essaie ainsi d'élaborer une nouvelle approche fondée sur l'hypothèse que les marchés sont toujours en équilibre, y compris pendant les cycles ; ceux-ci ne seraient alors pas des manifestations de déséquilibres économiques, mais de variation des anticipations des agents.

Section 4 : Le lien entre croissance économique et croissance Boursier

Le fonctionnement du système financier peut avoir un impact décisif sur la croissance et la stabilité de l'économie. L'articulation entre la sphère financière et la sphère productive s'inscrit dans le cadre d'une problématique à la fois importante et fort controversée. Cette importance trouve sa justification dans le fait qu'elle peut affecter le schéma de financement du tissu productif en général et l'entreprise en particulier, et ce, en contribuant à la création d'un cadre approprié pour cette dernière afin d'élever sa performance et son potentiel compétitif.

Cette question a germé, bien avant, dans les esprits des économistes classiques, qui, raisonnant dans un cadre concurrentiel, considéraient que la monnaie est un simple voile derrière lequel se déroulent les phénomènes réels, mettant en évidence la dichotomie des deux sphères. Une telle idée a été critiquée par J.M Keynes qui a pu dépasser cet aspect dichotomique entre la sphère réelle et celle monétaire, et ce, via l'introduction du taux d'intérêt. Si les deux écoles se sont opposées sur la dichotomie ou l'intégration des deux sphères, les études du 20ème siècle se sont, plutôt, préoccupées de la mise en relief, voir la validation de la corrélation (positive, négative ou variable) ainsi que le lien de causalité entre les deux sphères.

4-1 :La théorie du lien entre croissance économique et Bourcier

L'idée d'un lien entre la croissance économique et la croissance boursier n'est pas du tout récente. Trois positions différentes dans la littérature semblent marquer le rapport entre système financier et croissance économique.

D'abord certains auteurs pensent que le système financier a un impact positif sur la croissance économique. En effet, Walter Bagehot (1873) et John Hicks (1969) montrent le rôle critique qu'a joué le système financier dans l'essor de l'industrialisation en Angleterre en facilitant la mobilisation du capital.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Joseph Schumpeter (1912) quant à lui souligne que lorsque les banques fonctionnent bien, elles encouragent l'innovation technologique en identifiant et en finançant les entrepreneurs avec un plus grand potentiel innovateur.

Il existe aujourd'hui une littérature empirique extensive qui prouve la robustesse du lien croissance économique et développement financier (cf. Levine (1997))⁵. D'un point de vue théorique, une littérature montante argumente que les marchés boursiers procurent des services qui dopent la croissance économique. Greenwood et Smith (1997) montrent qu'un marché boursier développé peut réduire le coût de la mobilisation de l'épargne et de cette façon facilite l'investissement productif. Levine (1991), Bencivenga, Smith et Starr (1996) trouvent que la liquidité du marché boursier est importante pour la croissance économique. En effet, une liquidité renforcée facilite donc l'investissement dans les projets de long terme dont la rentabilité est plus élevée et stimule la croissance économique. Cette liquidité s'explique par le fait que les agents économiques pourraient être amenés à garder moins d'épargne sous forme de biens métalliques, fonciers ou de consommation durable et d'argent au profit d'autres biens tels que les actions et autres titres. Des travaux encore plus récents vont dans le même sens en montrant que le développement des structures financières comme la liquidité des marchés boursiers est liée avec une croissance économique élevée (Rousseau et Wachtel (2000)).

En suite, d'autres auteurs comme Joan Robinson (1952) pensent que c'est plutôt la croissance économique qui draine le système financier.

Le développement économique créerait donc des demandes de type particulier auxquelles répond le système financier en se développant. Le développement des marchés financiers peut être donc interprété comme le résultat des demandes exprimées par le secteur productif. La causalité vu précédemment est alors inversée : le processus de croissance exige de nouveaux modes de financement, ce qui provoque le développement des marchés financiers.

En fin, certains économistes ne croient pas qu'il y ait une relation importante entre système financier et croissance économique. Ainsi, Robert Lucas (1988) pense que le rôle des facteurs financiers dans la croissance économique est exagéré. Mayer (1988) affirme qu'un marché boursier développé n'est pas important pour le financement de l'entreprise. D'autres auteurs comme Stiglitz (1985,1993) allant dans le même sens affirment que la liquidité des marchés financiers n'a pas d'impact sur le comportement des gestionnaires de compagnies et donc n'exerce pas un certain contrôle corporatif. La plupart des économistes du

⁵ Rapport du FMI sur les questions générales Algérie, N07/61, Février 2007, P09.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

développement sont également sceptiques quant au rôle du système financier dans la croissance économique.

Il faudra cependant souligner qu'on note dans la littérature une prépondérance des travaux théoriques et empiriques qui suggèrent une relation positive entre développement financier et croissance économique.

A la lumière de ces positions contradictoires, le présent mémoire fait, dans une première partie, une revue des questions théoriques reliant croissance économique et système financier, puis présente une description du système financier canadien. Il s'agit de comprendre à travers l'approche fonctionnelle le rôle du système financier dans la croissance économique. Nous voyons essentiellement dans cette partie comment le système financier à partir de ses différentes fonctions peut affecter la croissance économique. La seconde partie concerne l'aspect empirique du travail. Nous évaluons l'importance quantitative des marchés boursiers dans la croissance économique au Canada avant d'examiner le lien de causalité qui lie les deux. Pour cela nous utilisons quatre mesures indicatrices du développement du marché boursier et trois indicateurs de la croissance économique.

4- 2 : Mesures du développement et la croissance du marché financier

La théorie ne fournit pas une mesure unique du développement du marché boursier. Les mesures suggérées pour mesurer le développement du marché boursier sont essentiellement relatives à la taille du marché, la liquidité du marché, et à l'intégration avec les marchés boursiers internationaux.

A l'instar de Levine (1997) nous utilisons plusieurs mesures du développement des marchés boursiers. Il s'agit essentiellement des mesures relatives à la taille et à la liquidité du marché.

A : Mesure relative à la taille du marché

Pour mesurer la taille du marché boursier (*TAILLE*), nous retenons la mesure utilisée par Levine et Zervos (1996). Il s'agit du ratio de la capitalisation du marché divisée par le Produit Intérieur Brut (PIB). La capitalisation du marché est égale à la valeur totale de tous les titres inscrits.

En effet comme le mentionnent Levine et Zervos (1996) la taille du marché boursier est positivement corrélée avec l'habileté à mobiliser le capital et à diversifier le risque.

B : Mesure relative à la liquidité du marché

Pour mesurer la liquidité du marché nous utilisons deux mesures.

La première mesure (*VALTRADE*) se retrouve dans Levine et Zervos (1996).

Ils'agit du ratio de la valeur totale des transactions divisée par le PIB.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Cette mesure complète celle de la taille du marché car le marché peut être de grande taille mais inactif.

La seconde mesure (*TRNOV*) de liquidité du marché que nous considérons est le taux de rotation en volume égale au rapport des transactions en volume sur la capitalisation boursière en volume.

Cette mesure complète également celle de la taille du marché car le marché peut être important mais inactif.

C : Mesure relative à la profondeur du marché

La profondeur du marché est une autre dimension de la liquidité mise en exergue par Black (1971). Elle indique la quantité de titres qu'il est possible de négocier aux prix affichés sur le marché. Elle mesure en fait l'influence qu'un ordre peut exercer sur le prix actuel du marché. Plusieurs auteurs dont King et Levine (1993a,b)⁶ et DeGregorio et Giudotti (1995) identifient une corrélation significative entre la profondeur financière et la croissance économique. Pour mesurer la profondeur financière ces auteurs utilisent la masse monétaire M2 divisée par le PIB. En effet, la masse monétaire est essentiellement reliée à l'habileté du système financier à fournir de la liquidité.

Si l'on juge par l'expérience des dernières décennies, la croissance économique est le fruit d'une alchimie que tous les gouvernements cherchent à maîtriser sans toujours y parvenir.

Un pays ne peut se développer que dans la mesure où il dispose de capitaux suffisants et les affectent à bon escient. L'ampleur des besoins des capitaux de l'économie suppose un système adapté aux exigences d'un nouveau contexte.

Face à une structure caractérisée par une augmentation de l'épargne, une insuffisance de la structure financière des entreprises et un déséquilibre des finances publiques, apparaît plus que jamais la nécessité d'un marché financier moderne qui soit le lieu de rencontre d'une offre de capitaux à long terme et d'une demande solvable. C'est à cet effet qu'il s'est avéré impératif pour les pays maghrébins de se doter d'un marché financier. Ainsi, les politiques de réformes institutionnelles de ces pays ont placé la bourse au centre des préoccupations, afin de développer un marché financier atrophie et de permettre aux entreprises d'accéder à de nouvelles formes de financement, comme c'est un moyen adéquat pour favoriser les privatisations, que pour drainer les conditions de transparence. En effet, le marché financier représente un instrument de libéralisation économique, de mobilisation de l'épargne et de

⁶ R.LEVINE, « Financial development and economic growth », *Journal of Economic Literature*, Vol XXXV, 1997. P: 707.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

désengagement de l'Etat.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Chapitre 2 : Politique monétaire, croissance économique : investigation empirique sur les pays du Maghreb (Algérie Tunisie Maroc).

Introduction

Jusqu' aux années 80, les pays maghrébins avaient en commun une tradition de forte emprise de l'Etat sur l'économie, notamment, en Algérie où le modèle de développement autocentré avait été adopté. Depuis, ils ont initié un mouvement général d'ouverture et de libéralisation économique à des rythmes plus ou moins différenciés.

Ainsi, le Maroc et la Tunisie ont mis en place le programme d'ajustement structurel (PAS) respectivement en 1983 et 1986 et se sont engagés dans un accord d'association avec l'Union Européenne, respectivement en février 1996 et en mai 1995.

A l'opposé, en Algérie, l'instabilité politique et la guerre civile ont contribué à enrayer le processus de libéralisation économique pendant près de dix années. Le PAS n'a été adopté qu'en 1994 et l'accord d'association avec l'Union Européenne n'a été ratifié qu'en avril 2002. Aujourd'hui l'approfondissement en cours du processus de libéralisation économique et d'ouverture des économies maghrébines devrait favoriser la convergence de leurs politiques économiques et conforter leur transition vers un système d'économie de marché.

Dans ce sens, les pays maghrébins se sont engagés dans un vaste processus de réformes destinées à restaurer leurs équilibres macroéconomiques et favoriser le développement de leur secteur privé. Depuis, les indicateurs économiques se sont globalement améliorés, même si des différences marquées persistent au sein de ces trois pays.

Section 1 : la politique économique des trois pays.

1-1: Politique économique Algérienne.⁷

On ne peut pas comprendre les origines de l'intervention de l'état dans l'activité économique en Algérie sans s'intéresser à son histoire politique. Après plus de 130 années de domination coloniale (1930-1962), l'Algérie fut libérée le 05 juillet 1962 suite à une lutte armée qui à duré plus de 7ans.

Comme le souligne le professeur Temmar (1983) « La stratégie économique de l'Algérie démarra en 1965, prenant rapidement une dimension de nature idéologique. L'approche prudente faisant de la croissance un instrument au service de buts socio-politiques fit place à la croissance économique comme politique total en soi »⁸

⁷ Source : Données sur les comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données sur les comptes nationaux de l'OCDE.

⁸ Hamid M. Temmar. Stratégie du développement indépendant : le cas de l'Algérie. (1983) p 23

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Au lendemain de l'indépendance, l'Algérie avait peu de lignes directrices concernant le devenir de l'économie du pays, néanmoins un certain nombre d'idées apparaissaient déjà dans le programme de Tripoli visant un objectif global qui est celui de la réalisation de l'indépendance économique.

En effet, parmi les objectifs intermédiaires arrêtés dans ce programme, on trouve la nationalisation de toutes les ressources naturelles, du commerce de gros étranger, des banques, et en général de toutes les institutions financières. L'option du libéralisme et du développement basé sur l'économie de marché était rejeté dès le départ et la planification était considérée comme l'alternative nécessaire.

Ces orientations étaient beaucoup plus à caractère politique et institutionnelle qu'économique. Le programme considérait l'agriculture comme le moteur du développement ; la stratégie développée à cette fin consistait à orienter les efforts dans trois directions principales : accroissement de la production, développement des infrastructures et mise en place d'une organisation institutionnelle (coopératives). L'industrie devait être un secteur au service de l'agriculture.

Néanmoins, pour beaucoup de spécialistes, la charte d'Alger(1964) constitue le premier document qui a proposé une stratégie globale et précise du développement économique et social. Cette stratégie consacre le socialisme comme une organisation économique et sociale qui permet aux individus d'accéder au développement total(économique , social et culturel) et confie à l'Etat la responsabilité de gérer tout le système avec, cependant, certaines méfiances à l'égard de cette omniprésence. Ce qui s'est traduit par l'idée de renforcer et d'élargir la pratique de l'autogestion.

Ainsi, la stratégie économique devait viser à :

- maîtriser les relations économiques avec le marché international ;
- nationaliser le système bancaire et de distribution de gros ;
- dans ce cadre, construire l'économie à un rythme qui reste en harmonie avec le développement de l'idée socialiste au sein de la société.
- Par conséquent , la réforme agraire bien que très importante dans le processus qui est mis en oeuvre, reste selon les orientations, d'alors, largement tributaire de l'organisation du secteur, en entités autogérées. Ensuite, l'industrialisation préconisée (légère) devrait viser trois objectifs, à savoir: la création d'emploi, la satisfaction de la consommation et servir de

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

débouché à la production agricole. L'industrie lourde était reléguée au second plan en raison de son caractère hautement capitalistique.

De manière générale, les orientations contenues dans la charte d'Alger tournent autour de deux axes : le renforcement de l'indépendance politique par une indépendance économique et la consolidation de l'omniprésence de l'autogestion comme forme d'organisation de l'économie nationale.

-Le plan triennal (1967-1969) pour but de développer le tissu productif du pays en mettant en place les supports techniques et institutionnels pour une stratégie de développement à long terme.

- Le premier plan quadriennal (1970-1973) qui a donnée une importance accrue à l'industrie contrairement à l'agriculture (35 milliards de dépenses publiques avec 51% pour l'industrie et 15% pour l'agriculture).

- Le deuxième plan quadriennal (1974-1977) avec un budget important afin de promouvoir le secteur productif, industriel et d'infrastructures de base et concrétiser une économie socialiste indépendante.

- Période intermédiaire (1978-1979) afin de compléter les programmes du plan précédent avec des taux d'investissements colossaux grâce à l'augmentation du prix des hydrocarbures suite au deuxième choc pétrolier vers la fin des années 70 (le prix du baril est passé de 12 \$ fin 1978 à 34 \$ en 1980 et même 40 \$ en 1981).

- Le premier plan quinquennal (1980-1984) pour une meilleure industrialisation et diversification de la production nationale afin de faire face aux besoins de la demande interne.

-Le deuxième plan quinquennal (1985-1989) pour une continuité et un accomplissement du plan précédent dans une optique de long terme, qui vise à promouvoir l'investissement tout en réduisant les coûts en présence d'une conjoncture économique parmi les plus difficiles.

On voit donc que depuis 1967, l'Algérie s'est basée sur une planification centralisée ainsi qu'une industrialisation lourde pour la réalisation de son modèle de croissance, or ce dernier n'a pas été épargné d'inconvénients : de longs délais de réalisation de projets, une offre rigide et médiocre, une politique de crédit laxiste créant l'inflation ainsi que le développement d'un marché parallèle.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

-Période 1986- 1988 : D'un autre côté, suite à la chute du prix du pétrole en 1986 et la dépréciation du dollar, les recettes budgétaires provenant des hydrocarbures ont baissé de 50% à côté d'une diminution des réserves de change, ce qui a conduit à une aggravation de la crise économique en Algérie.

Face à un secteur social délabré, des pénuries aigües et un endettement toujours croissant, les autorités algériennes ont lancé de nouvelles réformes structurelles dues au non efficience de l'économie centralisée touchant les entreprises publiques, le secteur bancaire, le commerce extérieur, les prix et le secteur agricole.

Concernant les entreprises publiques, ces dernières sont devenues autonomes dans leur mode de gestion suite à la loi 88-01 promulguée le 12 janvier 1988 citant que l'EPE a pour fonctions :

- . La production de richesse au service de la nation et de l'économie.
- . L'amélioration continue de la productivité du travail et du capital.
- . L'approfondissement du caractère démocratique de son administration et de la gestion.
- . Le développement continu du niveau technologique et scientifique.

En plus, de nouvelles structures ont été créées connues sous le nom de fonds de participation suite à la loi 88-03 relative au fonds de participation, qui stipule que ce dernier est chargé de procéder pour l'Etat à des investissements économiques, notamment par la participation au capital des EPE à l'effet de générer des gains financiers.

La réforme du secteur bancaire qui avant son apparition, les banques devaient assurer la liquidité des entreprises publiques et financer leurs besoins d'exploitation sans aucune restriction, a permis de rompre avec le contexte d'argent bon marché grâce à la loi 86-12 du 19 août 1986, pour but d'améliorer le secteur bancaire notamment par l'accroissement de l'intermédiation financière des banques et leur participation active dans la collecte de l'épargne publique et privée, ainsi qu'en encadrant plus rigoureusement le réescompte d'où l'accroissement des taux d'intérêts, à côté d'autre réforme en 1988 sur le rôle de la banque centrale et son autonomie vis-à-vis du trésor public.

. La libéralisation du commerce extérieur en vue d'encourager l'intégration de l'économie algérienne dans le marché mondial, à travers la minimisation des contrôles administratifs en matière d'importations et financiers à travers l'octroi d'un budget-devises (article 3 du décret 88-167 du 6 septembre 1988 relatif à la mise en place des budgets devises au profit des EPE) afin de permettre aux entreprises de pratiquer leur commerce en dehors du

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

marché local.

. La libéralisation des prix à travers la loi 89-12 par laquelle les prix ont été divisés en deux grandes parties, à savoir un régime de prix réglementés par l'Etat en vue de protéger le consommateur et son pouvoir d'achat et de stimuler les activités économiques stratégiques, et un régime de prix libres afin de motiver l'effort productif et constituer le vrai indicateur selon la loi de l'offre et la demande.

La période 1990-1998: Les réformes précédentes n'ont pas abouti à refondre un véritable secteur économique et financier à côté du contre choc pétrolier de 1986 qui a joué le rôle de révélateur de problèmes structurels sérieux de l'économie nationale, avec une balance des paiements déficitaire et un taux d'inflation important car l'offre globale n'arrivait pas à suivre la demande excessive alimentée par une politique monétaire expansionniste.

Les trois causes indiquant le potentiel inflationniste de la fin des années quatre-vingt sont : la surliquidité importante due aux déficits monétisés du trésor évalués dans les années 90 à 190 milliards de DA, ainsi qu'un déficit financier des EPE couvert par le refinancement des banques primaires auprès de la banque centrale évalués à 126 milliards de DA. Le deuxième indicateur de l'inflation était une demande interne excédentaire sous l'effet de la politique de croissance extensive appliquée en Algérie, la demande des entreprises mais aussi des ménages étaient considérables, et enfin le troisième indicateur concerne l'offre interne rigide à cause d'une faible productivité dans la plupart des branches d'activité économique, en plus d'une dépendance accrue du niveau de la production aux importations, d'où toute contrainte financière extérieure se répercute directement sur le niveau de production nationale.

Face à cette situation désastreuse de l'économie algérienne marquée par une dette insoutenable causant une cessation de paiement, le gouvernement a été obligé de signer des accords « stand-by » avec le FMI (fonds monétaire international), datant respectivement du 30 juin 1989 pour un prêt de 155.7 millions de DTS (droits de tirage spéciaux) et le 3 juin 1991 pour un prêt de 300 millions DTS, conditionnés par quelques réformes touchant la libéralisation du commerce extérieur, le régime fiscal et l'investissement direct étranger, afin de remédier à la position inconfortable de l'Algérie sur le marché international des capitaux. Encore une fois, les réformes n'ont presque rien changé à la situation surtout avec la chute du prix du baril en 1993 qui a frôlé les 10 dollars, le gouvernement a été contraint de signer un troisième accord stand-by avec le FMI pour le rééchelonnement de la dette extérieure en avril 1994 jusqu'à mars 1995 et un accord de « facilité élargie » en avril 1995 jusqu'à mars 1998.

Cet accord de rééchelonnement de la dette extérieure auprès du club de Paris (dette publique)

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

ainsi que le club de Londres (dette privée), fût accompagné d'un programme d'ajustement structurel PAS visant à corriger les déséquilibres interne et externe, et cela par :

. l'application de politique conjoncturelles contra-cycliques rigoureuses autrement dit, en réduisant les déficits budgétaires et en augmentant les taux d'intérêt.

. La libéralisation du commerce extérieur et la diminution des taxes douanières.

. La dévaluation du dinar de 40.17 % en avril 1994 et cela après plusieurs glissements successifs dès 1987 et une dévaluation franche en 1991 (1\$ = 9DA en 1990, puis 18.5DA en 1991 et 24.1 DA en 1992).

. L'annulation des subventions de l'Etat sur la plupart des biens même ceux considérés de première nécessité.

. La réforme du secteur public et la question de privatisation.

. La libéralisation du système bancaire et le développement d'une intermédiation financière capable de collecter l'épargne et l'orienter vers des utilisations productives. Cette conditionnalité du programme d'ajustement structurel exigé par le FMI visait les objectifs suivants :

. Diminuer l'inflation avoisinant les taux existants aux pays industrialisés.

. Favoriser une forte croissance économique et une offre suffisante permettant de réduire le chômage d'une façon progressive.

. Rééquilibrer la position extérieure tout en constituant des réserves de changes suffisantes.

Ce programme de stabilisation macroéconomique mis en ouvre depuis 1994 dans le cadre des accords stand-by et facilité de financement élargi signés avec le FMI, a permis d'obtenir des résultats appréciables concernant le rétablissement des équilibres extérieurs, à travers le solde de la balance commerciale ainsi que les réserves de change, mais aussi la position des finance publiques et du PIB, qu'on va essayer résumer dans le tableau suivant.

Période 2000- 2011 : l'ordonnance relative à la monnaie et au crédit d'août 2003 a repris une bonne partie des dispositions relatives aux instruments de la politique monétaire contenues dans la loi n°90-10, tout en renforçant les règles de bonne conduite en matière de formulation et de conduite de la politique monétaire. Aussi, ce cadre légal modifié et complété a laissé une flexibilité à l'autorité monétaire (Conseil de la monnaie et du crédit), en matière de développement de l'instrumentation monétaire pertinente.

Au cours de cette dernière décennie, l'économie algérienne a réalisé un taux annuel moyen de croissance économique de 3,8%, tirée essentiellement de l'évolution du PIB hors

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

hydrocarbures qui a dépassé durant cette période la moyenne de 6%, et ce, en raison d'une activité soutenue dans le secteur des bâtiments et travaux publics résultant de l'importante impulsion budgétaire, ainsi que des bonnes performances des secteurs de l'agriculture et des services. L'inflation des prix à la consommation est demeurée faible jusqu'à la fin de l'année 2006 autour de 2,5%, mais s'est accrue graduellement par la suite en atteignant 5,7% à la fin de l'année 2009 en raison essentiellement du rebondissement des prix des produits alimentaires. En 2010, l'inflation s'établissait à 4%.

L'importante position de l'Algérie en tant qu'exportateur d'hydrocarbures a permis d'améliorer sensiblement la situation budgétaire et la position extérieure compte tenu des prix mondiaux élevés du pétrole. Les réserves extérieures brutes ont totalisé 155 milliards de dollars à la fin de 2010, ce qui représente 38.75 mois de couverture des importations. Le ratio de la dette extérieure par rapport au PIB est baissé fortement de 41% en 2001 à 2,5% en 2010.

1-2 : Politique économique Marocaine

Période 1960-1971 : Le Maroc a arrêté, depuis son indépendance, des objectifs visant la réalisation d'une croissance économique suffisante et soutenue en vue d'améliorer le niveau de vie de la population. C'est ce qui ressort de la plupart des plans de développement économique et social établis depuis 1960. Cependant, les résultats réalisés ont été en général en deçà des aspirations du pays et des objectifs fixés et ce, malgré les différentes stratégies et mesures entreprises à cet effet. Ces plans mettaient l'accent sur des priorités quasi constantes au profit des secteurs de l'agriculture, de l'industrie de base, du tourisme ainsi des ressources humaines.

Ainsi, le premier plan de 1960-1964 projetait le développement de l'agriculture et la mise en place d'une industrie de base grâce à l'intervention de l'Etat en vue de consolider l'indépendance économique du pays et de valoriser ses ressources nationales. Toutefois, cette politique n'a pu être concrétisée en totalité et certains projets ont été annulés ou reportés en raison notamment des contraintes financières. C'est pourquoi le plan triennal (1965 –1967) a, par la suite, mis l'accent davantage sur le secteur privé pour développer les investissements et opté pour le libéralisme économique.

Au cours de cette période, l'activité économique nationale a été marquée par une progression du PIB de 5%, sensiblement supérieure à la moyenne, de 4,2%, de toute la période étudiée (1960-2011). La prise en compte de la variation annuelle de la population globale de 2,7% durant la période 1961-1971 indique que l'accroissement du PIB réel par habitant a été de l'ordre de 2,3%, soit 0,3 points en plus que la moyenne observée entre 1961 et 2004.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Durant cette période, le taux de croissance du PIB a été deux fois négatif, enregistrant la plus forte baisse (2,4%) en 1961, année qui a été suivie par la plus forte croissance de 12,5% en 1962. Ces performances et contre-performances ont été fortement conditionnées durant cette période par les résultats des compagnes agricoles. Le secteur agricole a connu au cours de cette période une croissance économique moyenne de 7,9%, alors que les secteurs non agricoles ont enregistré une croissance moyenne de l'ordre de 4,8%.

-Période 1972-1982: Cette période a été caractérisée par un fort interventionnisme de l'Etat visant deux objectifs principaux, l'import substitution et la promotion des exportations.

Le premier axe d'intervention a été marqué par des investissements publics directs (sucreries, SOMACA, CIH, BNDE, ONI, etc.) associés à un système de protection de l'industrie marocaine naissante. Cette protection s'est basée sur une stricte réglementation des importations et un contrôle rigide de la tarification douanière. Trois listes (A, B et C) de biens et de matériaux à importer ont été imposées en vue de limiter les importations surtout des biens qui pourraient concurrencer les produits nationaux.

Le second axe a été couplé à la promotion des exportations. Encouragé par la hausse des prix des phosphates en 1974, l'Etat est intervenu en tant que promoteur et entrepreneur notamment pour la réalisation d'importants projets dans divers secteurs (cimentier, industrie chimique, etc.). En parallèle, l'Etat a tenté de mobiliser l'initiative privée notamment par la promulgation de la loi sur la marocanisation (1973). Le code d'investissements, quant à lui, prévoyait notamment la modulation du niveau des avantages selon la localisation géographique et la taille du projet.

Par rapport à la période précédente, la croissance économique, enregistrée entre 1972 et 1982, a été légèrement inférieure avec un taux de croissance annuel moyen de 4,9%. La prise en compte de la variation annuelle de la population globale de 2,3% durant cette période indique que l'accroissement du PIB réel par habitant a été de l'ordre de 2,6%, soit 0,4 points de plus que la moyenne observée entre 1960 et 2004.

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée agricole a enregistré un taux d'accroissement annuel moyen de 1,4%, soit une nette diminution par rapport à la période 1961-1971. Sa part dans le PIB n'a cessé de régresser, puisqu'elle représentait plus que 26,5% dans les années 60, alors que sur la période 1972-1982 cette part était de l'ordre de 19,4% en moyenne annuelle.

De son côté le PIB non agricole a affiché un taux annuel moyen de 6,2%. Ces performances sont dues aux programmes d'investissement publics lancés par l'Etat durant cette période. Le secteur des services avait nettement contribué à cette performance puisque sa part dans le PIB s'est située à 48,6%, et ce malgré la dépendance des performances des activités du commerce,

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

des transports de marchandises et de certains autres secteurs des conditions qui prévalaient dans le reste de l'économie notamment en agriculture et en industrie.

L'analyse de la demande finale fait ressortir que la consommation finale continuait à constituer l'agrégat le plus important de la demande finale globale en contribuant à la croissance par 5 points (gagnant 0,4 points par rapport à la période précédente). Elle a représenté de ce fait des niveaux qui dépassaient les 90%.

Pour cette deuxième période, le développement des investissements publics, suite aux retombées de l'augmentation des prix des phosphates et aux conditions favorables du financement extérieur, a entraîné, à partir de 1975, des augmentations importantes du taux d'investissement et ce malgré le premier choc pétrolier de 1973-1974. Ce taux a, en effet, grimpé de 12,4% à 22,9% du PIB. Toutefois, cette hausse considérable du taux d'investissement, comparativement à la période précédente, semble ne pas avoir eu d'effet notable sur le niveau de la croissance économique avec une contribution de 2 points seulement au lieu de 2,8 points durant la période 1960-1971. Ainsi, malgré le doublement du taux d'investissement entre les deux périodes, il n'y a pas eu de gain notable en terme de croissance. Ceci montre que, globalement, les investissements réalisés entre 1972 et 1982 étaient beaucoup moins efficaces que ceux réalisés durant la période antérieure.

Le Maroc a opté pour des stratégies visant la promotion des exportations (le plan quinquennal 1973-1977). Il souhaitait par là relancer la croissance économique par une contribution plus importante de la demande extérieure.

Or, l'analyse des résultats réalisés par l'économie nationale montre que cet objectif n'a pas été atteint. La part des exportations de biens et services dans le PIB est restée pratiquement au même niveau que celui des années 60 soit 23,6%. Ceci s'est traduit par une contribution négative des exportations nettes à la croissance de l'ordre de -2,7 points du fait de l'augmentation importante des importations des biens d'équipement.

Période 1983-1993 : Au début des années 1980 les principaux indicateurs économiques ont témoigné d'une grave détérioration de la situation économique du pays. La dette extérieure a progressé de plus de six fois entre 1975 et 1982 pour atteindre plus de 83% du PIB. Le déficit budgétaire et le déficit courant de la balance des paiements ont atteint des niveaux records en 1982 se situant respectivement à 12% et à 12,3%. L'économie marocaine a subi le contrecoût de nombreux facteurs: deuxième choc pétrolier, baisse des prix du phosphate, hausse du dollar et des taux d'intérêt, sans oublier la sécheresse sévère qui a marqué l'année 1981.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Pour faire face à cette situation le gouvernement a mis en place un programme d'ajustement structurel (PAS). C'est ainsi qu'un ensemble de mesures de stabilisation et d'ajustement ont été élaborées par le gouvernement et appuyées par une série d'accords de confirmation avec le FMI et de prêts d'ajustement sectoriel de la Banque Mondiale. Ces mesures visaient la réduction de la demande intérieure, l'ouverture et la libéralisation économique. Dans ce cadre, diverses réformes structurelles ont été lancées depuis 1983. Elles ont touché l'ensemble des aspects de l'économie, notamment le commerce extérieur, les dépenses budgétaires, la fiscalité, les investissements étrangers, la privatisation, etc.

Au cours de la troisième période 1983-1993, le taux annuel moyen de croissance économique s'est limité à 3,1%, soit un niveau inférieur de 1,8 points par rapport à celui de la période précédente. La prise en compte de la variation annuelle de la population globale de 2,1% durant la période 1983-1993 indique que l'accroissement du PIB réel par habitant n'a été que de l'ordre de 1%, soit une perte de 1,6 points par rapport à la période précédente.

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée agricole a augmenté en moyenne annuelle de 3,3%. Cependant, le secteur agricole a continué à alterner des hauts et des bas, avec les années 1987 et 1992 comme les plus mauvaises années agricoles et 1986 et 1988 comme les plus bonnes. Ainsi, la dépendance de la croissance économique globale de l'économie marocaine des performances vis-à-vis du secteur agricole est devenue structurelle.

Le PIB non agricole, quant à lui, a été caractérisé par une variation faible de ses taux annuels de croissance qui se sont situés dans la majorité des cas entre 3,2% et 3,6%. Ceci a été le résultat contrasté d'une part du secteur manufacturier qui commençait à connaître des problèmes de compétitivité. De l'autre part les services ont accusé un taux de croissance relativement stable grâce à la bonne tenue des secteurs de commerce et de transport et communication qui ont donné un coup de relance à la croissance du secteur dans sa globalité. Au terme de la période allant de 1983 à 1993, la contribution de la consommation finale à la croissance économique n'a été que de 2,6 points perdant ainsi 2,4 points par rapport à la période précédente. Ce recul est dû en partie aux politiques restrictives adoptées dans le cadre du programme d'ajustement structurel et aux résultats médiocres des campagnes agricoles en 1992 et en 1993.

Le taux d'investissement, quant à lui, a marqué une légère diminution par rapport à la période précédente pour se situer à 22,4% du fait de la baisse de la contribution des administrations publiques dans la FBCF nationale. Ceci a conduit à un recul de la contribution à la croissance économique de 2 points à 0,3 points.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

La contribution du volume des exportations nettes de biens et services à la croissance économique était de 0,6 points grâce à une amélioration de la compétitivité qui a entraîné la réalisation des taux de croissance plus forts des exportations.

-Période 1994-2004 : La période du PAS a vu mettre en oeuvre un ensemble de réformes structurelles visant la stabilisation et la relance de l'économie. Cependant, les résultats en terme de croissance ont été en deçà des attentes. Ceci a amené les autorités publiques à entamer une deuxième génération de réformes, au cours de la période 1994-2004, en coopération avec les institutions internationales dans le but de renforcer le tissu productif. Les grands axes de ces réformes sont :

- La libéralisation du commerce extérieur, en particulier par la signature d'accords de libre échange avec l'Union Européenne et les Etats-Unis d'Amérique ;
- La réforme de la douane, du secteur financier ainsi que l'accélération du processus de privatisation ;
- L'adoption du code du travail ;
- L'assainissement et l'amélioration de l'environnement des affaires.

Toutefois, les taux de croissance encore faibles réalisés durant cette période sont des indicateurs de la limite des efforts qui ont été déployés jusqu'à présent. En effet, la période allant de 1994 à 2004 a été marquée par un taux annuel moyen de croissance économique de 3,7%. Le PIB réel par habitant s'est aussi accru faiblement de 1% en moyenne par an, soit 1,2 points de moins que la moyenne observée entre 1960 et 2004.

Malgré une croissance annuelle moyenne de la valeur ajoutée agricole qui était de l'ordre de 10,7%, la production agricole a été très volatile durant la période 1994-2004, reflétant ainsi les conditions climatiques très variables d'une année à l'autre, ayant caractérisé cette période. Cette volatilité a été à l'origine d'une variation annuelle du PIB réel encore plus forte que durant la période précédente.

Le PIB non agricole, quant à lui, a été caractérisé par une variation faible de ses taux annuels. Le taux annuel moyen réalisé au cours de la période était de l'ordre de 3,4%. Cette évolution s'explique par une amélioration du secteur des services suite à l'importante extension du secteur de transports et communications sur toute la période, en contribuant de 16,9% dans la valeur ajoutée du tertiaire. Le secteur du commerce compte à lui a réalisé une évolution positive de 4,7% en moyenne annuelle. Il est à souligner qu'à partir de 1998, le secteur des télécommunications a connu un essor remarquable avec le processus de privatisation. En plus, le tourisme qui représente à peu près 5,5% du tertiaire et dont les recettes constituent une source principale de devises pour le pays, a connu amélioration significative.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Pour ce qui est des emplois du PIB, la consommation finale a connu une certaine amélioration et sa contribution à la croissance économique est passée à 3 points. Ceci s'explique par la maîtrise de l'inflation aux alentours de 2,7% et la concrétisation des acquis du dialogue social (augmentations des salaires).

Le taux d'investissement est resté au même niveau que celui de la période précédente à savoir 22,4% du PIB. Cette stagnation du rythme d'investissement serait due particulièrement au retard pris par les réformes en matière des droits des affaires, des procédures administratives et du secteur financier, de la disponibilité de l'infrastructure et du développement du capital humain. Cependant, sa contribution à la croissance a gagné 1 point pour se situer à 1,3 points. La contribution des exportations nettes à la croissance pendant cette période est redevenue négative avec 0,7 points. De tels résultats peuvent trouver leur explication dans la perte des parts des marchés suite à la concurrence acharnée des pays concurrents et ce, malgré des stratégies visant la promotion des exportations.

Période 2005-2011 : Durant les dix dernières années, et en dépit d'un environnement international difficile, le Maroc a réalisé d'importants progrès économiques, caractérisés par un taux de croissance moyen de 4.8% (soutenue principalement par les rôles moteurs de la demande interne publique et privée et de l'investissement), une diversification progressive de son économie et une gestion macroéconomique robuste.

L'économie marocaine dispose de plusieurs points forts, en l'occurrence, une bonne présence de ressources naturelles (phosphates, produits de mer, agriculture), un vaste potentiel touristique et une bonne stabilité macroéconomique.

L'évolution du taux d'inflation a été marquée durant les deux dernières années par l'atténuation remarquable des tensions inhérentes à la demande. Le taux d'inflation s'est établi en 2009 ainsi qu'en 2010 à 1% seulement, contre 3,7% en 2008. La modération de cette évolution est expliquée essentiellement par la faiblesse des pressions émanant de la demande interne, par la performance de la politique monétaire ainsi que des mesures d'intervention continues du gouvernement à travers la caisse de compensation.

Dans le secteur monétaire, l'évolution surtout dans les deux dernières années a été caractérisée particulièrement par un fort ralentissement de la progression de la monnaie et du crédit. En effet, la croissance de la masse monétaire M3 s'est ralentie en 2010 à 4.8% contre 7% en 2009 et 13.5% en 2008. Aussi, les crédits à l'économie ont suivi la même tendance en progressant seulement de 10% en 2010 contre 12% en 2009 et 23.4% en 2008. Cette tendance baissière traduit le retour vers des niveaux en cohérence avec les fondamentaux de

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

l'économie, et ce, après la forte expansion de ces deux indicateurs observée durant la période 2005-2007.

La politique monétaire est basée sur des techniques de régulation quantitative. Son objectif prioritaire est de maîtriser l'inflation en harmonie avec le développement économique. Elle a fortement contribué au maintien du taux d'inflation à un niveau bas, à la préservation des équilibres extérieurs et au renforcement de la stabilité du taux de change réel du Dirham. Selon le FMI, la banque centrale marocaine remplit actuellement d'une manière globale les conditions préalables à l'adoption du ciblage de l'inflation : ayant l'indépendance opérationnelle, l'expertise et les ressources statistiques nécessaires ainsi qu'une panoplie complète d'instruments qu'elle continue de perfectionner. Son cadre analytique et opérationnel est très proche de celui des banques centrales ayant adopté des cibles d'inflation explicites.

Au niveau du secteur externe, durant les quatre dernières années, le Maroc a enregistré un solde négatif de la balance courante, et ce, après avoir enregistré des soldes positifs dans la période 2002- 2006. Cette tendance est expliquée en particulier par les effets de la crise financière et par l'accélération des importations en denrées alimentaires et en biens d'équipement. Les réserves de changes sont restées en 2010 à un niveau confortable. Selon les données du FMI, le Maroc dispose de 22.5 milliards de US \$, une somme qui couvre près de 6.7 mois d'importation. Ce niveau lui permet d'avoir une capacité de résilience satisfaisante aux chocs extérieurs.

1-3 : Politique économique tunisienne⁹

moyenne sur la période 2001-2010, en dépit de l'infléchissement¹³ relatif des taux de croissance des entreprises manufacturières qui représentent environ 20% du PIB, compensé par les bonnes performances du secteur des services¹⁵ qui représente plus de 40% du PIB. Les contributions respectives de chacun des secteurs à la croissance économique dénotent que l'offre est essentiellement tirée par les services, suivis des industries manufacturières et de l'agriculture¹⁶. En revanche, la demande est tirée par la consommation des ménages et les exportations qui restent les principales sources de la croissance. Toutefois, la croissance des importations, supérieure à celle des exportations, entraîne une contribution négative du commerce.

La Tunisie subit des contraintes macroéconomiques qui ont trait essentiellement aux problèmes de financement extérieur de la croissance (par suite du déficit des investissements

⁹ Rapport annuel de la Banque Centrale de Tunisie (2009)

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

domestiques) et du déficit courant de la balance des paiements représentant en moyenne 2,1% du PIB. L'évolution de l'investissement montre, en effet, les limites des réformes mises en place, spécialement en ce qui concerne l'investissement privé, dont la contribution à l'investissement total est restée en deçà des objectifs tracés.

En fait, le secteur privé est encore confronté à de nombreux obstacles, notamment un faible accès au financement et des lourdeurs administratives liées au climat des affaires. Par ailleurs, la hausse des investissements s'est concentrée dans le secteur des services, et dans une moindre mesure des équipements collectifs. L'agriculture et l'industrie, manufacturière ou non, enregistrent des investissements constants sur la période.

L'action des autorités monétaires au plan structurel vise la réduction des restrictions au fonctionnement libre du marché, le renforcement du système bancaire dans son rôle d'intermédiation financière et d'allocation du crédit et, enfin, la mise en place d'un cadre institutionnel propice à une politique monétaire fondée sur les mécanismes de marché en diversifiant les circuits et mécanismes de financement par l'attribution d'une place plus importante au rôle de la finance directe et par la réduction du poids du secteur public bancaire. Au plan de la régulation, la stratégie est d'alléger la tutelle que la banque centrale exerce sur le système financier. Pour garantir la stabilité du dinar et contenir l'inflation, de nouvelles formes d'interventions sur la liquidité bancaire autres que le taux du marché monétaire ont été instaurées. En effet, et dès lors que l'instrument véritablement opérationnel dont dispose la banque centrale est le volume des liquidités, l'équilibre du marché interbancaire et le contrôle de la masse monétaire s'opère par des injections (ou ponctions) quotidiennes de liquidités. Cette gestion des besoins en liquidités permet d'ajuster l'offre à la demande de monnaie centrale sans la variation du taux d'intérêt.

Dès 1986, les autorités monétaires ont entrepris de mettre en place les instruments de contrôle indirects suivants : (i) libéralisation (partielle et contenue dans la limite d'un plafond fixé par référence au taux du marché monétaire) des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. Ce mouvement a été conjugué avec la mise en place d'un processus d'ajustement des taux d'intérêt administrés. (ii) réorganisation du marché monétaire, qui est désormais ouvert aux agents non financiers, tant pour effectuer des opérations d'achat et de vente de titres que pour l'émission de titres (billets de trésorerie).

L'intervention de la Banque centrale sur ce marché pour offrir des liquidités se fait sous forme d'appels d'offres lancés périodiquement et porte sur des titres publics (bons du trésor) et privés. Les liquidités fournies par la Banque Centrale de Tunisie (BCT) sont davantage déterminées par des objectifs en matière d'évolution de la base monétaire. Bien que non

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

dictée directement par l'état de l'offre et de la demande, la fixation du taux d'intérêt par la BCT tient compte d'une part, de l'évolution des prix à la consommation et d'autre part, des objectifs retenus en matière de politique monétaire et de crédit. (iii) suppression des formalités de l'autorisation préalable et de l'accord de réescompte pour les crédits accordés par les banques et introduction d'instruments de contrôle du crédit : réserves obligatoires, prises en pension, opérations d'open market, etc. (iv) introduction de normes prudentielles en matière de gestion bancaire et mise en place de règles qui doivent être respectées par les banques en matière de classement des créances par ligne de risque.

Au niveau du cadre opérationnel de la politique monétaire, l'article 33 (nouveau) de l'amendement opéré sur les statuts de la Banque Centrale de Tunisie (BCT) en mai 2006 ne consacre pas seulement la stabilité des prix comme objectif final de la conduite de la politique monétaire, mais lève en parallèle une ambiguïté dans sa formulation antérieure selon laquelle l'objectif ultime était la préservation de la stabilité interne de la monnaie nationale via la correction des différentiels d'inflation vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents commerciaux¹⁸. Actuellement, et bien que la valeur du dinar est déterminée sur le marché interbancaire, le régime de change de type flottement dirigé sans annonce préalable de la trajectoire du taux de change permet de fait des corrections discrétionnaires car basé sur un panier de monnaies dont la composition et les pondérations ne sont pas rendues publiques (flottement administré). La BCT continue en effet d'opérer un ciblage du taux de change effectif réel avec comme objectif une dépréciation de ce dernier¹⁹, et pour cela intervient quotidiennement, en fait à titre indicatif, pour corriger la valeur du taux de change effectif nominal du dinar dans une fourchette de 1% entre les cours acheteurs et vendeurs du dinar vis-à-vis des principales devises étrangères.

Dans le même temps, et bien que les principaux apports de l'amendement de sa loi organique opéré en 2006 en matière de conduite de la politique monétaire consacrent la stabilité des prix comme objectif final, et à défaut de la pleine maîtrise du contrôle du taux d'intérêt comme objectif opérationnel, la BCT recourt toujours, dans une phase transitoire, à une approche quantitative basée sur le ciblage de l'agrégat monétaire (M3) comme objectif intermédiaire en agissant sur la base monétaire comme objectif opérationnel, via une plate-forme de programmation monétaire et financière, en contrôlant les instruments du taux d'intérêt directeur (taux de l'appel d'offres) et du taux de la réserve obligatoire.

Dans ce cadre, et alors que l'objectif affiché à moyen terme de la BCT est la migration à un système de ciblage direct et formel de l'inflation, il subsiste actuellement un double objectif, intermédiaire de stabilité du taux de change effectif réel, et opérationnel relatif à la base

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

monétaire et à un agrégat plus large M3. L'importance de la mise en place d'un nouveau cadre de la politique monétaire basé sur le ciblage de l'inflation est dictée par l'objectif tracé par les autorités pour le passage à une convertibilité totale du dinar et à un régime de change flottant. Néanmoins, la faiblesse des instruments et de l'infrastructure nécessaire à l'adoption d'une telle stratégie relève essentiellement de l'absence d'indicateurs avancés performants de la conjoncture économique. Pour optimiser les conditions de migration vers un régime de ciblage direct de l'inflation adossé à une libéralisation du compte de capital, une convertibilité intégrale et son corollaire la flexibilité recherchée du taux de change, la BCT a entamé la modernisation des systèmes de paiement à travers la mise en place du système à règlement brut des grands montants en temps réel (RTGS) permettant aux banques d'être informées en temps réel des flux de liquidité et d'améliorer la gestion et la prévision de leur trésorerie, la désindexation de la rémunération de certains éléments du passif bancaire sur le taux moyen au dernier jour ouvrable du marché monétaire (TMM) et l'institution de facilités de prêt et de dépôt afin d'élargir le corridor de fluctuation du taux du marché monétaire et développer le facteur anticipation chez les opérateurs, notamment, les établissements de crédit.

En outre, et en vertu de la circulaire de la BCT aux établissements de crédit n°2009-07 du 19 février 2009, deux nouveaux instruments du marché monétaire ont été introduits. Il s'agit des facilités permanentes de prêt et de dépôt à 24 heures prises à l'initiative des banques et leur permettant de couvrir leurs besoins ou placer leurs excédents temporaires de liquidité. Un corridor de 100 Pb est établi entre le taux de facilités de dépôts à 24h (TFD 24h) et le taux de facilités de prêts à 24h (TFP24h). La facilité de prêt à 24 heures est effectuée contre mise en pension d'effets publics, de créances ou de valeurs sur les entreprises et les particuliers. Elle est assortie d'un taux d'intérêt égal au taux directeur de la BCT majoré d'une marge. Pour ce qui est de la facilité de dépôt, elle est rémunérée à un taux égal aux taux directeur de la BCT minoré d'une marge. Aussi, et depuis l'abondant par la BCT du fine tuning en février 2009 Pendant près de 47 ans, le taux d'inflation en Tunisie²⁶ a été en moyenne égale à 5,3%. En tendance, la moyenne la plus faible a été enregistrée durant la période 2004:01 - 2010:06 avec 3,6% contre une inflation sous-jacente moyenne de 3,4% durant la même période Cette stabilité des prix a été acquise en dépit de la politique libéralisation des prix, grâce en particulier à des politiques monétaire et budgétaire prudentes combinées à des réformes structurelles. Pendant plus de 20 ans, l'inflation en Tunisie a été même en moyenne inférieure à l'inflation mondiale. La volatilité de l'inflation - mesurée par l'écart type – a aussi

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

enregistré une nette diminution, atteignant en moyenne 0,86 durant la période 2004-2010 contre 1,36 durant toute la période antérieure¹⁰.

Pour conclure, nous dirons que, les réalisations socio-économiques dans le petit Maghreb diffèrent d'un pays à l'autre, chaque gouvernement ayant opté pour un modèle de développement économique.

Depuis l'adoption du P.A.S, l'Algérie, a fourni d'importants efforts afin de diversifier son économie et attirer les investisseurs étrangers mais le pays demeure quasiment rentier (pétrole + gaz). Du côté de la Tunisie, avec des ressources naturelles limitées, elle a été la première à avoir lancé un programme de mise à niveau industriel, et a adopté une politique de libéralisation et d'ouverture aux investisseurs étrangers, ce qui lui a permis de diversifier son économie et de mieux résister aux chocs externes.

Enfin, le Maroc, deuxième pays à avoir lancé un programme de mise à niveau, se caractérise par une bonne croissance économique mais qui reste volatile en raison de l'importance du secteur agricole. Avec une politique de libéralisation des secteurs stratégiques (Telecom, énergie, transport, finance...), d'attractivité des IDE et signature d'accord de libre échange (UE, USA, pays arabes), le Maroc affiche de meilleurs résultats.

¹⁰ BAD : Document de stratégie pays, Tunisie 2007-2011, p 5

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Section 2 : Présentation du model empirique :

De la lecture de la littérature économétrique, il découle qu'un grand nombre d'études des déterminants de la croissance effectuent leur analyse en coupe instantanée, reposant ainsi sur des moyennes, ce qui suppose un comportement homogène dans le temps des différentes variables. Cependant, les bases de données concernant l'étude de la croissance économique à long terme comportent une dimension individuelle et temporelle, l'analyse transversale n'utilisant que la dimension individuelle. C'est pourquoi les économistes étudiant à long terme la croissance économique ont cherché à optimiser les méthodes d'estimation afin de prendre en compte le caractère bi-dimensionnel de la base de données.

2-1 : Revue de la littérature empirique :

Les études qui ont tenté d'utiliser les données de panel pour analyser l'effet des variables monétaire sur la croissance sont rares. A notre connaissance il n'y a que :

- Berthélemy et Varoudakis (1998) qui utilisent cette méthode pour déterminer l'effet du système financier sur la croissance. Ces auteurs ne prennent en compte qu'une variable faisant référence à l'activité bancaire, à savoir, la monnaie et quasi monnaie (M2). Nous utiliserons cette variable dans le cadre de notre étude, mais nous rajouterons trois autres variables relatives à l'activité des banques.

- George T. McCandless and Warren E. Weber 1995 "Some Monetary Facts." Examinent trois effets de la politique monétaires à long terme dérivés ils étudient les données pour 110 pays sur une période de 30 ans 1960-1990, en utilisant test de causalité ils ont obtenu le résultats qu' Il y'a une relation positive entre l'évolution de M et Y pour un niveaux faibles P.

- Selon Mourougane (1997), les évolutions théoriques récentes sur les anticipations mettent en avant le facteur crédibilité comme étant garant de l'efficacité de la politique monétaire. Le rôle et l'efficacité des politiques monétaires étant le plus souvent analysés en référence à des règles monétaires dont l'objectif général est l'amélioration du bien être des populations à travers la stabilisation de l'économie sur son équilibre de long terme, il est supposé que cet équilibre n'est en rien affecté par la politique monétaire et ne dépend que des variables structurelles tel que le taux de chômage naturel. Dans cette perspective, l'objectif de Optimisme Accélérateur financier Effet richesse (Déconnection) Politique monétaire crédible (stabilité des prix) Anticipation de profit+Prix d'actif+ Crédit +Consommation+Inflation maîtrisée/Taux bas Croissance+ (Sur-)Investissement+10 stabilisation des prix est aisément

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

compréhensible. L'inflation engendre des coûts en termes de bien être pour les agents (taxes inflationnistes) et sa volatilité est une source d'erreurs déstabilisantes.

- Bernard Eric (2000) s'intéresse à la question formulée ci-dessus, avec une approche en données de panel et en adoptant une optique purement Keynésienne, sans mettre l'accent sur l'aspect crédibilité. Avant lui, Kone (1998), dans un article publié à la BCEAO, analyse l'efficacité relative des politiques monétaires et budgétaires à travers leurs actions sur l'activité économique des pays membres de l'UEMOA en termes réels et en termes nominaux. Sur le court et le long terme, à l'aide d'un modèle à correction d'erreurs, il met en avant les effets réels et les effets nominaux pour ressortir indirectement l'effet de l'inflation dont la maîtrise est un objectif clé de la politique monétaire. A la différence de Bernard Eric (2000), il effectue une investigation empirique en séries temporelles.

-D'un autre côté, Eyal Argov and others (2007), dans un article intitulé « Endogenous Monetary Policy Credibility in a Small Macro Model of Israël », mesure la perte de crédibilité de la politique monétaire et le coût de production qui découle d'une recherche de cette crédibilité lorsqu'elle a été perdue à travers des simulations. Le coût de production se mesure ici en termes d'écart de production (gap entre la production réelle et la production potentielle). En s'intéressant toujours à l'efficacité de la politique monétaire en Afrique subsaharienne,

-Magnus Saxegaard (2006) montre que la surliquidité bancaire aurait un effet négatif sur cette dernière, par l'affaiblissement des mécanismes de transmission de la politique économique, réduisant de ce fait le pouvoir des autorités monétaires à influencer les conditions de la demande dans l'économie.

- Dans la recherche d'une politique monétaire crédible, Peter Stella (2005) pense que l'on devrait mettre davantage l'accent sur l'indépendance financière de la Banque centrale. Dans son article « Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia », Gonzalez G. et Franz H. montrent de manière théorique et pratique à travers la mise en exergue de l'évidence empirique pour la banque centrale d'être transparente et crédible, qu'au fur et à mesure que la crédibilité augmente, les coûts de désinflation chutent.

- **Christian Lambert NGUENA** en 2012 il a mené une étude empirique sur une période 1975-2012 pour la Zone CEMAC il a utilisé le modèle de croissance endogène Approche Empirique en Données de Panel résultat contraire à l'hypothèse d'étude, à savoir que la crédibilité de la politique monétaire en matière de lutte contre l'inflation aurait nécessairement un impact positif sur la croissance économique en Afrique. Cette contradiction nous a conduit à recommander pour notre part la promotion d'une politique monétaire orientée principalement vers l'amélioration de la croissance économique des Etats

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Africains, mais sans préjudice de la contrainte de lutte contre l'inflation.

2-2 : Méthodologie de l'étude.

Les évolutions de la théorie de la croissance endogène constitueront une base pour la construction de notre modèle théorique.

Le modèle de Mankiw et Al. (1992) qui constitue notre modèle de base, tout comme celui de Solow (1956) et Swam (1956), a une forte influence dans la littérature sur la croissance économique.

Il utilise la fonction de production pour expliquer les déterminants de la croissance économique. Cette fonction est à la base de l'explication de la théorie de la croissance économique depuis plus de quatre décennies. Cette approche est basée sur le modèle néoclassique de Solow et Swan (1956) qui identifie les canaux par lesquels les variables macroéconomiques affectent la croissance économique.

Le modèle Néo-classique suppose que, à tout moment, la production totale de l'économie dépend de la qualité et de la quantité de capital physique employé, la quantité de travail employée et le niveau moyen de la qualité de la force de travail. Cependant, même si l'économie atteint le niveau d'équilibre, une croissance additionnelle du stock de capital par travailleur peut prendre place, uniquement si la productivité augmente, soit à travers l'augmentation du stock de capital, ou à travers l'amélioration de la qualité de la force de travail.

Un récent travail de Knight and others (1993) affirme qu'en plus des facteurs présentés dans le modèle Néo-classique, d'autres facteurs tels que l'amélioration de la technologie exogène qui est absorbée par le Pays domestique à travers l'importation des biens capitaux, le degré d'ouverture de l'économie et le niveau d'investissement fixe entrepris par le gouvernement, sont aussi importants. Mankiw et Al. (1992) avaient déjà confirmé cette réalité un an plus tôt. La spécification ci-dessus est particulièrement convenable pour les PVD. La fonction de production utilisée est spécifiée dans le cadre de la comptabilité conventionnelle, prenant en compte les dynamiques de court terme, aussi bien que les relations de long terme. Knight and others (1993) fournissent un modèle de croissance à partir de la comptabilité conventionnelle de la croissance, semblable à celui que nous allons présenter ici :

Considérons la fonction de production de Cobb-Douglas suivante :

$$y_t = F_t(K_t, L_t, H_t, A_t)$$

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Où K , L et H sont respectivement le capital physique, le travail et le capital humain. A , Facteur d'efficacité globale ; inclut le niveau de technologie, la qualité de la gestion Gouvernementale de l'économie...etc. H comprend le niveau d'éducation de la force de Travail, tout comme le statut nutritionnel et sanitaire.

Spécification du model :

$$Y_{i,t} - Y_{i,t-1} = \alpha X_{i,t} + \gamma_i + \varepsilon_{it}$$

$Y_{i,t}$ étant le PIB par habitant (à partir de cette variable nous calculons la variable expliquée, à savoir, le taux de croissance réel par habitant.

$X_{i,t}$ étant la matrice des variables servant de noyaux dans les études des déterminants de la croissance (à savoir le taux d'investissement, le degré d'ouverture commerciale, le revenu des hydrocarbures et le taux de liquidité) et contenant l'indicateur de crédibilité de la politique monétaire.

γ_i : représentant l'effet spécifique permettant de contrôler les différences non observables qui existent entre les unités statistiques.

ε_{it} : représentant les perturbations aléatoires.

Cette équation qui constitue une approximation log-linéaire de la croissance servira de cadre à notre analyse économétrique. L'impact de la crédibilité de la politique monétaire sera évalué sur le bloc réel à partir de la construction d'un indice simple de CPM qui sera inclus parmi les autres variables explicatives jugées robustes dans un modèle de croissance endogène.

-La variable endogène est le taux de croissance du PIB par habitant, pris ici comme un indicateur de la croissance économique.

En plus de la variable endogène retardée, et à la lumière du modèle développé par Mankiw, Romer et Weil (1992), nous définissons les variables explicatives suivant les catégories qui sont : L'aspect crédibilité de la politique macroéconomique monétaire ; la masse monétaire ; L'ouverture commerciale ; le taux d'investissement ; les revenus des hydrocarbures /PIB.

Pour la première catégorie, nous avons construit un indice simple de CPM nous permettant de quantifier par année et par Pays le niveau de CPM. Pour les autres catégories, nous avons initialement sélectionné un grand nombre de variables et par la suite procédé à des régressions successives pour ne retenir que les variables les plus pertinentes et significatives. C'est ainsi

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

que nous avons pu définir les variables suivantes qui entrent dans notre modèle définitif :

CPM : variable de saisie de l'aspect « crédibilité » de la politique monétaire ;

Oil : variable de saisie des revenus des hydrocarbures ;

OUV : variable de saisie de l'ouverture commerciale ;

INV : variable de saisie de l'investissement ;

Mass : variable de saisie du niveau de liquidité.

Dans le but de ressortir la cohérence du modèle, nous allons maintenant définir les relations entre ces différentes variables :

CPM : C'est l'indice simple de CPM formulé et calculé à base de l'équation suivante :

$$CPM = \frac{(inf_{i,t} - inf_{max})^2}{(inf_{i,t} - inf_{max})^2 + (inf_{i,t} - inf_{min})^2}$$

Où inf représente le taux d'inflation d'un pays i à un moment donné t , et représentant ses valeurs maximales et minimales.

Avec $0 \leq CPM \leq 1$

C'est la variable qui qualifie et prend en compte les effets de la politique monétaire sur la croissance du PIB. Suivant la théorie, en effet, le facteur CPM aurait un impact sur le réel.

OIL : est la variable qui prend en compte les revenus des hydrocarbures.

- OUV : est le coefficient d'ouverture commerciale que nous calculons en faisant le ratio (Exportations + Importations) / PIB et que nous utilisons, à l'instar de Berthélemy et Varoudakis (1998). Cependant, cet indicateur n'est pas optimal puisqu'en plus des orientations de la politique économique, il reflète l'influence des différences naturelles telles que la taille et l'emplacement géographique de chaque pays.

- INV : C'est le ratio (FBCF + variations de stocks) / PIB.

L'investissement est une variable clef de la croissance et devrait avoir un fort effet positif sur cette dernière.

- Mass est la variable qui prend en compte le niveau de liquidité des économies : c'est la masse monétaire rapportée au PIB.

La méthode économétrique que nous allons employer ici se distingue par l'utilisation des données de panel en vue de prendre en compte à la fois les spécificités individuelles des différents pays de la zone et la dimension temporelle, tout en contribuant à augmenter de

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

manière très sensible la taille de l'échantillon. Pour ce faire, nous utiliserons la méthode des (quasi) moindres carrés généralisés pour effectuer d'abord une estimation en effets fixes, puis une estimation en effets aléatoires dans le cas où le test de causalité entre l'indice de CPM et la variable endogène s'avère concluant. Dans le cas contraire, nous changerons la spécification de notre modèle pour plutôt estimer un modèle de panel dynamique qui, selon la théorie, permet de pallier les problèmes d'absence de causalité.

Le problème d'endogénéité de la variable CPM sera testé à l'aide du test d'endogénéité. De même, les autres tests tels que le test d'hétérogénéité, d'effet individuel, de spécification d'Hausman, de multiplicateur de Lagrange, de significativité, de normalité des résidus, d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation seront également effectués dans le souci d'effectuer une estimation robuste.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Section 3 : Résultats des estimations et tests :

Nous allons considérer notre échantillon comprenant trois pays à savoir : l'Algérie, la Tunisie, le Maroc.

Nous allons également effectuer notre analyse sur 23 années c'est-à-dire de 1990 à 2012 en passant par la réforme de 1990. Pour les estimations, nous avons utilisé le logiciel Eviews et pour les graphiques les logiciels MICROSOFT EXCEL. De même, nous utiliserons les données issues des bases de données de la Banque Mondiale et de la fmi (bulletins et statistiques).

Les questions de causalité sont essentielles. En effet on peut aussi bien penser qu'une politique monétaire crédible a une influence sur la croissance économique que le contraire : un environnement macroéconomique caractérisé par de bon taux de croissance économique rendrait plus aisée la marche vers une politique monétaire crédible, projet délicat et collectif qu'il est plus facile de piloter lorsque la conjoncture est bonne et que les agents sont optimistes. Il se peut aussi bien sur que les deux liens de cause à effet coexistent. Un test d'endogénéité est donc incontournable.

3-1 : Présentation des résultats de l'estimation par les MCO (pooling)

Nous allons ici présenter les résultats de l'estimation du modèle sans effets (cette estimation se faisant à l'aide des MCO).

Les résultats nous montrent qu'il y a quatre variables significatives, respectivement à 1% et 10% : Il s'agit, dans l'ordre, de la CPM et du taux d'inflation et les revenus des hydrocarbures et le Taux d'ouverture commerciale. Ceci implique qu'il y a une relation statistiquement significative entre ces quatre variables (particulièrement la CPM) et le taux de croissance économique ; une augmentation d'une unité de la CPM entraîne une augmentation de la croissance économique de 786.1656 fois cette unité là ; De même une augmentation d'une unité du taux d'ouverture commerciale entraîne un accroissement de 37.58396 fois cette unité là; une augmentation d'une unité du taux d'inflation entraîne un accroissement de 34.02576 fois cette unité là; enfin une augmentation d'une unité du oïl variable entraîne un accroissement de 109.7268fois cette unité-là.

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

(tableau5) : Resultats de MCO estimation

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2868.824	984.0148	-2.915428	0.0049
CPM	786.1656	362.3643	2.169545	0.0339
MASS	19.93892	13.20726	1.509694	0.1362
INF	34.02576	19.48366	1.746374	0.0857
OIL	109.7268	20.18738	5.435414	0.0000
INV	-4.28E-09	3.83E-08	-0.111761	0.9114
OUV	37.58396	6.360147	5.909291	0.0000

maintenant procéder à l'estimation du modèle avec effet individuel fixe.

3-2 : Présentation des résultats de l'estimation avec effet fixe

Nous allons procéder ici à l'estimation de la régression intragroupe (Between regression estimator) et à l'estimation en effet fixe du modèle. La première estimation nous permettant d'analyser la relation de long terme entre la variable dépendante et l'ensemble des variables explicatives, et la deuxième nous permettant de nous intéresser aux effets individuels.

Les résultats de la première régression en annexe 2 nous montrent qu'en terme de meilleur estimation, c'est le "R-square between" qui est le plus élevé (1,0000). Si nous estimons le modèle, nous avons comme valeur du $R^2 = 0.760045$

En terme de total, la valeur du R^2 est significative, ce qui implique que, après confrontation avec sa valeur lue, le modèle est globalement significatif à un seuil de confiance de 5%.

En terme de coefficient, on remarque que seuls les variables Masse monétaire, revenus des hydrocarbures sont significatives respectivement à 1%, 5% et 10%.

Tableau 6: test effet fixe

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-71.69652	1082.550	-0.066229	0.9474
CPM	472.9786	389.3730	1.214719	0.2292
MASS	30.13702	12.49884	2.411186	0.0190
INF	35.16342	23.34104	1.506506	0.1372
OIL	207.9256	33.77752	6.155741	0.0000
OUV	-20.61205	13.98872	-1.473477	0.1458
INV	5.08E-08	3.55E-08	1.430123	0.1579

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

3- 3 Présentation des résultats de l'estimation avec effet aléatoire

En utilisant l'approche des MCG, on procède à l'estimation à effets aléatoires en transformant les données de telle sorte que la matrice variance-covariance du total des écarts types soit

En se référant toujours au $R^2=0.697636$, les estimateurs intragroupes (whitin) avec effets aléatoires sont moins meilleurs que ceux à effets fixes et montrent que le modèle est globalement bon avec une faible P-value (inférieure à 5%).

Comme précédemment, Masse monétaire, revenus des hydrocarbures sont significatifs, respectivement à 5% et 10% et gardent les mêmes signes que dans l'estimation à effets fixe.

Nous allons maintenant procéder aux tests du Hausman pour choisir la meilleure spécification.

Tableau 7 : **Teste effet aléatoire**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-455.3480	1273.683	-0.357505	0.7219
CPM	497.9144	395.0883	1.260261	0.2123
MASS	29.05905	12.81241	2.268040	0.0268
INF	33.46363	23.46412	1.426162	0.1588
OIL	191.7263	32.91374	5.825117	0.0000
OUV	-12.34760	13.58966	-0.908603	0.3671
INV	4.28E-08	3.64E-08	1.177953	0.2433

Résultat du test de Hausman

Comme présenté en annexe, les résultats montrent une valeur statistique p valu du test de 1. La valeur p valu de la table est supérieure à la valeur critique 5%. De ce fait, on accepte l'hypothèse nulle par rapport à l'hypothèse alternative qui stipule que le modèle à effet aléatoire est dans ce cas le plus approprié. (Annex7)

Conclusion :

Ce résultat nous emmène à recommander pour notre part la promotion d'une politique monétaire orientée principalement vers l'amélioration de la croissance économique des Etats de la sous région, mais sans préjudice de la contrainte de stabilité des prix.

Parmi les trois pays du Maghreb, le Maroc fait bonne figure en terme de réformes économiques et institutionnelles. Tout comme la Tunisie, il a su mener sans dégâts sa réforme du secteur financier. L'Algérie a pris le train en marche afin de réduire le gap par rapport à ses deux voisins. Cependant, il est à signaler que le Maroc a été le premier à démarrer le processus en 1986, suivi de la Tunisie en 1987. L'Algérie ne leur a emboîté le pas qu'en 1989 avec un net ralentissement pendant les années 90, où la seule préoccupation des autorités était

II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

la stabilité politique et sécuritaire.

Toutefois, les trois pays ont enregistré, une évolution en termes de privatisation, d'amélioration du climat des affaires (Tunisie, Maroc), du niveau d'épargne (Algérie) et de stimulation de l'épargne institutionnelle (Maroc, Tunisie).

Ces résultats auraient été plus significatifs, s'il y avait dans le cadre de la création de l'UMA, une intégration politique, économique, commerciale et pas seulement géographique. Car pour l'avenir les trois pays auront à affronter les mêmes obstacles et relever les mêmes défis: accroître le taux d'investissement et dégager un taux de croissance soutenu en favorisant le développement de la concurrence bancaire et renforcement du rôle du secteur privé. Beaucoup leur reste à faire en matière de lutte contre la corruption, réduction des lourdeurs administratives, modernisation des infrastructures, amélioration du système éducatif afin qu'il puisse répondre à la demande d'emplois des entreprises...

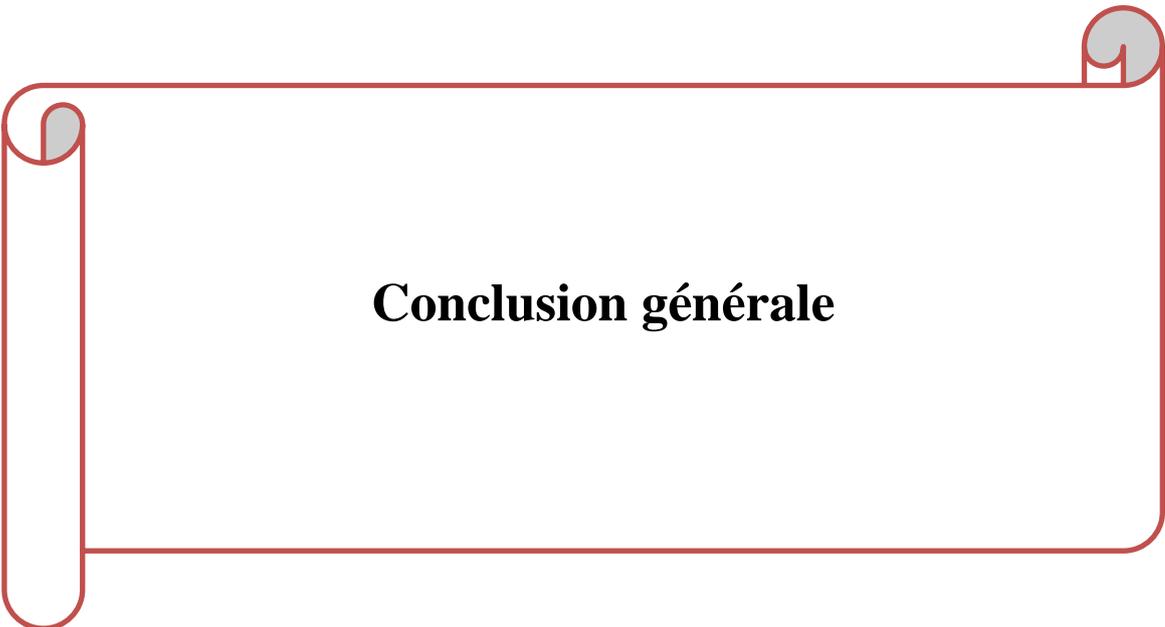
II. Efficacité et performance économique de la politique monétaire

Conclusion de la partie:

Les résultats de l'estimation ont mis en évidence un impact positif de la CPM sur la croissance économique ; Ceci malgré des valeurs à majorités élevées c'est à dire proche de 1 sur une longue période signe d'une relative bonne CPM en matière de stabilité des prix. L'on peut affirmer que ce résultat trouverait une explication dans le fait que les objectifs de stabilité des prix et de croissance économique sont affirmative selon les Keynésiens c'est à dire que l'on ne peut mettre sur pied une politique permettant d'y aboutir simultanément :

l'amélioration de l'un entraînant la hausse de l'autre. En conséquence, au lieu de continuer à œuvrer de manière absolue pour son amélioration, nous devons relativiser cet objectif ultime de stabilité des prix au regard de l'évolution des variables réelles dans la sous région notamment la croissance économique qui y est en très mal point. Dans le même sens, le fait que la crise financière a emmené tout dernièrement la plus part des Pays du nord à opter pour la régulation en guise de réponse, relativisant ainsi l'indépendance et la crédibilité de leurs Banque centrale devrait servir d'exemple aux Pays de la sous-région.

En conclusion, nous sommes emmenés à recommander pour notre part la promotion d'une Politique monétaire orientée principalement vers l'amélioration de la croissance économique des Etats de la sous-région, mais sans préjudice de la contrainte de stabilité des prix. D'une certaine manière le fait que l'arme budgétaire a, depuis les instructions des institutions de Bretton Woods d'après crise, une faible marge de manœuvre pour soutenir la croissance de Ces Pays vient renforcer cette conclusion.



Conclusion générale

Conclusion générale :

Durant les années de planification de l'économie, l'Algérie a toujours opté pour un modèle de croissance économique basé sur l'industrialisation, où le déficit budgétaire était supposé financer l'investissement public ; mais le fonctionnement des usines commençait à peser lourd sur la balance des paiements, car les produits semi-finis et la matière première nécessaires à la production nationale étaient importés en contrepartie d'une exportation minime hors hydrocarbure, ce qui alourdissait de plus en plus la dette extérieure.

Depuis le contre choc pétrolier en 1986, principal révélateur de problèmes structurels sérieux de l'économie nationale, avec une balance des paiements déficitaire et un taux d'inflation important suite à une offre globale insuffisante par rapport à une demande excessive, alimentée par une politique monétaire laxiste, le gouvernement a été obligé de signer avec le FMI des accords « stand-by » avec un rééchelonnement de la dette extérieure, accompagné d'un programme d'ajustement structurel visant à corriger les déséquilibres internes et externes, notamment à travers l'application de politiques conjoncturelles contra-cycliques rigoureuses par la réduction des déficits budgétaires et l'augmentation des taux d'intérêt.

Concernant la politique mixte, cette dernière a connu deux phases distinctes à savoir la période de planification de l'économie où le budget de l'Etat a été abondamment utilisé comme instrument de la politique économique, dans lequel le trésor avait recours aux avances de la banque centrale sans limite, et la période des réformes en l'occurrence celle du secteur bancaire par la promulgation de la loi relative à la monnaie et au crédit, qui a donné une certaine indépendance à la banque centrale par la limitation au trésor des avances bancaires, et l'obligation de ce dernier au remboursement de sa dette envers l'institut d'émission en un délai de quinze ans.

Contrairement à la première décennie de la période de l'étude (1990-2000), qui était consacrée au rétablissement de l'équilibre macroéconomique à travers les mesures du programme d'ajustement structurel, la deuxième décennie (2000-2012) s'est marquée par une plus grande flexibilité suite à l'embellie financière qu'a connue le pays grâce à l'augmentation des prix des hydrocarbures.

Ainsi, différents programmes ont été mis en place par les pouvoirs publics en vue du développement économique et social comme :

- le programme de soutien à la relance économique (PSRE) doté d'une enveloppe de 7 milliards de dollars entre 2001 et 2004 afin de relancer la croissance économique par

une politique budgétaire expansionniste, à travers l'augmentation des dépenses publiques d'équipement en vue de développer l'agriculture (plan national de développement agricole PNDA), les infrastructures et le transport.

-Un second plan d'investissement public est mis en place à partir de 2005 appelé « plan complémentaire de soutien à la croissance » (PCSC) et étalé sur la période 2005-2009 avec un budget de 55 milliards de dollars afin de consolider le plan précédent à savoir le développement du secteur du transport, travaux publics, l'agriculture et l'hydraulique ainsi que l'aide à la création de valeur ajoutée et d'emploi.

-Le dernier programme d'investissements publics en relation avec le plan quinquennal (2010-2014) impliquant près de 286 milliards de dollars afin de maintenir le rythme des investissements publics et de contenir la forte demande sociale.

Quant à la politique monétaire, depuis la promulgation de la loi sur la monnaie et le crédit en avril 1990, l'offre de monnaie n'est plus considérée comme variable endogène devant répondre impérativement aux besoins de l'économie, et cela par la dotation à la banque d'Algérie d'une plus grande autonomie financière et l'abrogation des relations de subordination de cette dernière au trésor public, notamment grâce à l'instauration d'un plafond limitant les avances bancaires au trésor à hauteur de 20 % des recettes budgétaires ordinaires réalisées lors de l'exercice antérieur, et devant être remboursées en fin d'année. Ainsi, afin de réguler la masse monétaire et garantir une certaine stabilité des prix, la politique monétaire menée par la banque d'Algérie a été dotée de plusieurs instruments tels le réescompte d'effets, les réserves obligatoires, en plus de la reprise de liquidité introduite par la banque d'Algérie afin de pouvoir stériliser une proportion suffisante des liquidités abondantes sur le marché monétaire interbancaire.

En effet, cette extension monétaire est due à l'augmentation des réserves officielles de change, qui forment les avoirs extérieurs nets et qui constituent la majeure partie de la masse monétaire, et cela grâce au raffermissement des cours du brut qu'a connu l'Algérie à partir des années 2000, où le ratio de liquidité (M2/PIB) passe de 47% en 1999 à 63% en 2007 et jusqu'à 69.5% en 2012, grâce à l'embellie des cours des hydrocarbures.

Cette nouvelle conjoncture a aidé l'Algérie à ressortir du goulot d'étranglement des années 90 par le redressement des réserves de change et le remboursement anticipé de la dette à partir de 2004 atteignant à peine 2.4 % du PIB en 2012.

Les résultats de la partie pratique vont dans le même sens dans la mesure où elles ont prouvé grâce aux fonctions de réponses et la décomposition de la variance, l'efficacité relative de la politique conjoncturelle sur la croissance économique en Algérie, car la politique

budgétaire expansionniste à caractère keynésien appliquée par le gouvernement a échoué dans sa démarche par la non augmentation de la production nationale, faute au système productif limité et au tissu industriel embryonnaire ; du coup les fonds colossaux destinés à promouvoir la croissance économique à travers la création de richesse et de valeur ajoutées ont été détournés seulement vers la promotion d'infrastructures et d'importations de biens étrangers. Tandis que la politique monétaire, mis à part sa contribution au financement du déficit budgétaire, focalise plutôt sur le seul objectif d'inflation à travers l'augmentation du taux de réserves obligatoires et l'instauration de nouveaux instruments tel la reprise de liquidité à six mois à un taux de rémunération de 1.50% dès janvier 2013 afin d'absorber le surplus de liquidités existantes.

Quant à la validation d'hypothèse, qui stipule qu'une politique monétaire crédible a un effet positif important sur la croissance nationale n'est pas valide, Concernant la politique monétaire en Algérie focalise sur la stabilité interne à travers le maintien du taux d'inflation est approuvée par notre étude, car les résultats de l'étude économétrique ont démontré par les modestes coefficients des variables l'efficacité relative de la politique monétaire sur la croissance qui est léguée au second plan derrière l'objectif de stabilité du niveau général des prix.

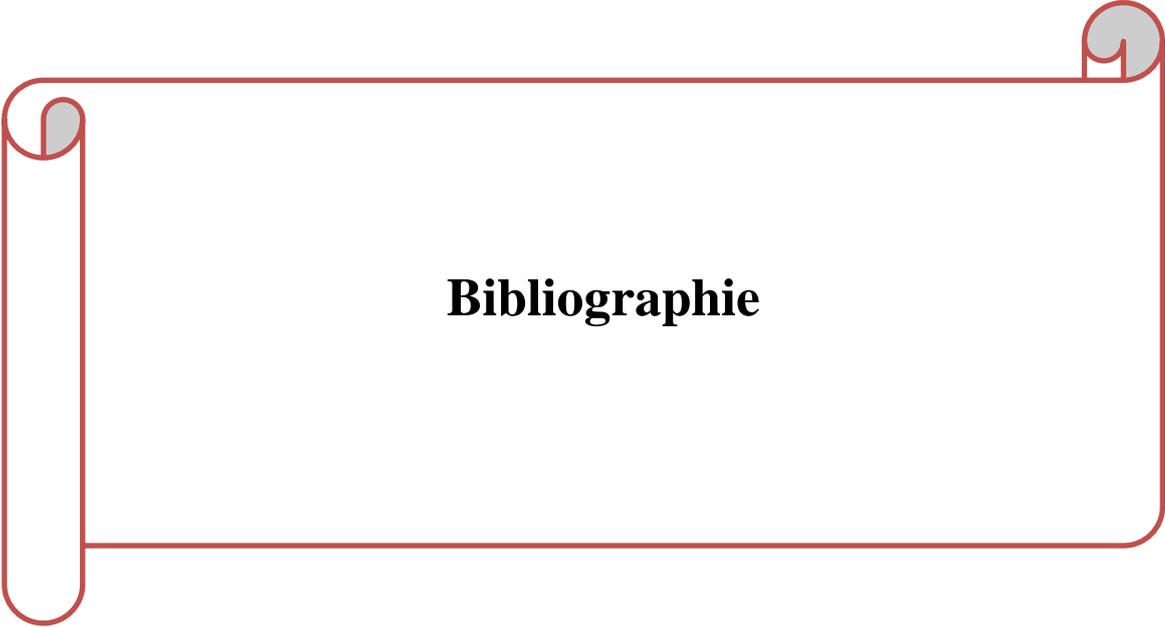
car si l'économie algérienne a réussi à échapper au goulot d'étranglement des années 90, c'est bien grâce à la bonne conjoncture suite au raffermissement des cours du brut qu'a connu l'Algérie à partir des années 2000, or la fragilité de la stabilité économique reste tributaire à de possibles chutes durables des prix des hydrocarbures.

En effet, bien que solide, la situation extérieure de l'Algérie reste largement dépendante des cours du gaz et du pétrole, prisonnière du syndrome hollandais principal cause de la non diversification de l'économie Algérienne.

Afin de remédier à ces faits, nous proposons les recommandations suivantes :

- Avoir une bonne absorption de la rente pétrolière, en veillant à une meilleure allocation des ressources vers les secteurs productifs susceptibles d'assurer une viabilité macroéconomique et une productivité globale, seul gage de stimulation durable de la croissance économique à plus long terme.
- Redonner de l'importance à la fiscalité ordinaire qui ne doit pas reposer sur les seules ressources de la fiscalité pétrolière en combattant l'évasion fiscale.
- Créer plus d'interaction entre politique monétaire et budgétaire dans une optique de croissance économique afin d'éviter les effets d'évictions à travers la hausse des taux d'intérêts qui risquent de contrecarrer les effets de la politique budgétaire.

- Promouvoir d'autres secteurs tel le tourisme, l'agriculture et la pêche.
 - Adopter une stratégie de change dans le sens d'une pondération plus forte accordée à l'euro pour tenir compte de la structure de la dette et de la compétitivité des produits hors hydrocarbures sur le marché européen principal fournisseur du marché algérien.
- Enfin, nous espérons que cette modeste contribution pourra servir de base à de prochains travaux d'analyse sur la nature de la politique économique conjoncturelle en Algérie et ouvrir, par la même, la voie à d'autres politiques économiques de nature structurelle à la recherche d'un développement économiquement viable, et socialement plus ou moins équitable.



Bibliographie

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Livres et Articles :

- Agenor P.R. et Taylor M.P. (1993): « Analysing Cr dibility in High-Inflation countries: A New Approach », The Economic Journal, Vol. 103, Numéros 417.
- Agenor, P.R., & P.J. Montiel, (1996), Development Macroeconomics, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Agnès B nassy-quéré-benoit coeur  « Politique économique »  dition de boek 2005.
- Alan S. blinder (2000): « Central-bank credibility: why do we care? How do we builtit? »
- Barro&Gordon, 1983a, “ A positive theory of monetary policy in a natural rate model ”, Journal of political Economy, Vol : 91
- Barro&Gordon, 1983b, “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, Journal of Monetary Economics, No: 12.
- **Beaumais, O. et K. Schubert (1996)**. Les modèles d’équilibre général appliqués à l’environnement: développements récents. Revue d’Economie Politique
- Berg, A., P. Karam, and D. Laxton (2006a): « A practical model-based approach to monetary policy analysis-overview », IMF Working paper.
- Bernard Eric (2000) : « Développement financier, politique monétaire et croissance économique : validation empiriques en données de panel », Laboratoire d’Economie d’Orléans.
- Black R., Coletti D. et Monnier S.: « On The Costs and Benefits of Price Stability ».
- Blackburn K. et Christensen M. (1989): « Monetary Policy and Policy Cr dibility: Theories and Evidence », Journal of Economic Litterature, Vol. 27, Number 1.
- Boissieux « Monnaie et  conomie », Economica, 1998
- Bruno O. et Musso P. (2000) : « Volatilité de l’inflation et croissance économique », Revue Economique, Vol. 51, Numéros 3.
- Chari V., Jones E. (1995): « The Growth Effects of Monetary Policy », Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quaterly Review.
- Clarida R., Gali J. et Gertler (1999): « The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », Journal of Economic Litterature, Vol. XXXVII.

- Clark P., Laxton D. and Rose D. (2001): « An Evaluation of Alternative Monetary Policy Rules in a model with Capacity Constraints », Journal of Money, Crédit and Banking, Vol.33, Numéros 1.
- De Grauwe et Polan (2005): « is inflation always and everywhere a monetary phenomenon? », Scandinavian Journal of Economics, Vol. 107 (2).
- Denise F.O. (1999) : « Le concept de banque centrale », Bulletin de la Banque de France, Numéros 70.
- Desquiltet J.B. et Villieu P. (1998) : « L'indépendance de la banque centrale peut-elle être contre productive ? Une illustration en économie ouverte », Revue Economique, Vol. 49, Numéros 6.
- Dodge D. (2002): « The Interaction between Monetary and Fiscal Policies », Canadian Public Policy/Analyse de politiques, Vol. 28, numéros 2.
- E.LE SAOUT, Opération Citée, 2ème édition, Ed Economica, 2008
- Easterly W. (2005): « National Policies and Economic Growth: A Reappraisal », Journal of Economic Litterature.
- Edwin Dewan (2001): « Determinants of Economic Growth (Panel Data Approach) », Economics Department of Reserve Bank of Fiji, Working Paper 01/04.
- Emile Thierry MVONDO (2011), « l'hypothèse de neutralité monétaire une application en zone franc ».
- Eshag E. (1971): « The Relative Efficacy of Monétaire Policy in Selected Industrial and Less-developed Countries », The Economic Journal, Vol. 81, Num. 322.29
- Eyal Argov and Others (2007): « endogenous monetary policy credibility in a small macro model of Israel », IMF Working paper, WP/07/207.
- Faugère, 1991, Les règles génératrices de crédibilité, éléments de critique des thèses des « nouveaux classiques », Revue française d'économie, vol 6, n° 4
- Françoise drumetz. Christian pfister « politique monétaire » 2010
- Frédéric Mishkin « Monnaie, banque et marchés financiers » 8 Emme édition 2009.
- Friedman M. (1968) : « Le rôle de la politique monétaire », The American Economic Review, Vol.LVIII.
- Gonzalez A., Franz Haman (2006): « Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia », Banco de la Republica Bogota, Colombia.
- Guellec et Ralle, 1995, Les nouvelles théories de la croissance, Repères, La Découverte, Paris.

- Hamid M. Temmar. Stratégie du développement indépendant : le cas de l'Algérie. (1983)
- Horn, Henrik & Persson, Torsten, 1988. "**Exchange rate policy, wage formation and credibility**," European Economic Review, Elsevier.
- J.GREENWOOD & D.SMITH, "Financial markets in development, and the development of financial markets", Journal of Economics Dynamics and Control, 1997.
- J.P.DESCHANEL « La bourse en clair », 2ème édition, Ed Ellipses, 2007.
- Jacques Généreux, les politiques économiques, édition Seuil 1996
- KEYNES J.M. (1936),"Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie", PAYOT, Paris, 1969.
- Kydland et Prescott (1997), « Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », The Journal of Political Economy, Vol. 85, Num. 3.
- Kyland et Prescott " Rules rather than discretion : the inconsistency of optimal plan" , Journal of Political economy, vol 85
- Laxton, D., and P. N'Diaye (2002): « Monetary policy credibility and the unemploymentinflation Trade-Off: Some evidence from 17 industrial countries », IMF Working paper.
- Lecomber, R.,(1975) Economic Growth Versus the Environment, Macmillan.
- Lordon, 1991 Théorie de la croissance: quelques développements récents.
- M. De MOURGUES, « La monnaie, système financier et théorie monétaire », 3ème édition, Ed Economica, Paris 1993
- Magnus Saxegaard (2006): « Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa », IMF Working Paper.
- Mesonnier J. S. (2004) : « Le paradoxe de la crédibilité en question », Bulletin de la banque de France.
- F. Mishkin S. (1996) : « Les canaux de transmission monétaire : typologie et mesure»,Bulletin de la Banque de France.
- Mohammed Tilili Hamdi- Rami abdelkafi « elements de croissance économique » 2009
- Mourougane A. (1997) : « crédibilité, indépendance et politique monétaire, une revue de la littérature », INSEE, Document de travail.

- Patrick Artus, Croissance endogène : revue des modèles et tentatives de synthèse 1993
- Peter Stella (2005): « Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility », IMF Working Paper.
- Pierre St-Amant et tessier D. (2000) : « Résultats empiriques multi-pays relatifs à l'impact des cibles d'inflation sur la crédibilité de la politique monétaire », Canadian Public Policy/Analyse de politique monétaire, Vol. 26, Numéros 3.
- R. Lucas (1988) «The engine of growth in the model is human capital»
- R.LEVINE, « Financial development and economic growth », Journal of Economic Literature, Vol XXXV, 1997. P: 707
- Romer D. (1997) : « Macroéconomie Approfondie », Ediscience international.
- Schubert « la croissance régulière est caractérisée par une croissance de toutes les variables en niveau à un taux constant : la croissance est dite équilibrée quand elle est régulière et que le taux de la croissance est identique pour toute la variable » 1996
- Solow. R. [1956] « A contribution to economic growth theory » Quaterly Journal of Economics
- Taylor J.B. (1995): « The Monetary Transmission Mechanism: An EmpiricalFramework », The Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, Numéros 4.
- H. Temmar, **Les explications théoriques de l'inflation**, OPU, Alger, 1984
- Valerie Mignon (2004) : « Test de racine unitaire et de cointégration sur données de panel : une revue de la littérature », Journal of Economic Litterature.
- W.R.SODJAHIN :« Impacts du développement des marchés boursiers sur la croissance économique au Canada», Rapport de maîtrise en sciences économiques, 2003
- Wojciech S.M. (2000): « Central Bank Independence in transition economies », Journal of Economic Litterature.

Sites internet :

- www.bank-of-algeria.dz
- www.cairn.info
- www.elsevier.com
- www.imf.org
- www.ons.dz
- www.opendataforafrica.org
- www.proquest.com
- www.sciencedirect.com
- www.unctad.org
- www.worldbank.org



Annexe 1 : Tableau des données utilisées

Annees	y (pib)	mass ev	CPM	OUV	INV	INF	oil
1990	2364.54987875943	61.7711404135766	0.458697477411127	48.3807136915174	26.9701332474927	16.6525343885433	8.2567271117
1991	1699.85651058312	49.1113098510859	0.0487478976563514	52.7175867044409	25.8614569696975	25.886386934851	9.0702055503
1992	1743.34606877112	51.9419948128432	0	49.1890842360164	27.0749861997392	31.6696619117151	8.369580944
1993	1773.82048306879	50.101458107986	0.232845802953304	44.9228133739304	27.0068601466253	20.5403261235828	7.0750016329
1994	1479.60021499742	45.3186722517963	0.00827253939603713	48.5844377859263	28.4009383050295	29.0476561173072	7.8426718693
1995	1424.64248422937	37.1694457957713	0.00410453876300231	55.1910052055455	29.1369442946643	29.7796264864998	8.8756149158
1996	1572.83193698246	33.0058364838187	0.334097695131215	53.705147875736	24.8793780597917	18.6790758601749	10.247979609
1997	1587.64613767632	36.0814341399716	0.958535417978304	52.2439115069264	22.9515862390331	5.73352275357195	9.3133962166
1998	1563.50097349962	42.3768223534576	0.971080645966699	45.0944505585135	25.7480990277287	4.95016163793116	5.7173873289
1999	1555.19103253983	42.2076760301207	0.993725242685013	50.4927869115492	24.3900934471854	2.64551113392801	8.5379330281
2000	1727.33325088251	37.8298537003796	1	62.5295917254168	20.6766106137711	0.339163189071613	13.741025816
2001	1716.34993960961	53.9015428519745	0.980335617976664	57.8496341316806	22.660064236601	4.22598834854691	11.048027496
2002	1751.54511938669	59.9940418955862	0.998729096844644	60.4761210877917	24.4451273082983	1.41830192345044	12.217719884
2003	2060.95491619926	60.2041002962083	0.979845460773526	62.1407489700827	24.0316860466564	4.2689539583949	14.5981264
2004	2540.66131316464	56.8980986274457	0.983193295930367	65.7240081148386	24.1059626196104	3.96180030257189	17.045150432
2005	3013.43872144527	50.5986027278377	0.998814856665023	71.9162555007334	22.3363115082011	1.38244656662118	21.607868423
2006	3395.50218468067	53.2685976874979	0.995492221902576	70.124530075188	22.9229323308271	2.314524087198	23.07750843
2007	3869.3731641415	59.6799725828432	0.986010605110949	69.902551513799	25.9816580057598	3.67382726874193	22.010596571
2008	4786.21316220223	58.8262008831709	0.97230950049636	69.1822874218962	26.3461016028253	4.86299052774073	23.082341185
2009	3796.24559350595	66.9607684158697	0.958520986096545	54.1100575503606	38.3278308103917	5.73433341398486	15.515210076
2010	4364.96170895208	62.6996860474521	0.983691803166493	52.3923085648863	36.2831932205273	3.91304347826058	16.916730441
2011	5257.50078369479	61.4264257859479	0.976813654629466	52.3923085648863	31.8193949885355	4.52176466270286	18.977928899
2012	5403.99922109558	59.9380275672512	0.876338357414747	52.3923085648863	31.4214178875006	8.89458529391138	18.977928899
1990	1037.31845800922	53.9424273293513	0.0367394687453429	58.3132754323777	6194745666.88586	6.78259401511021	0.0083640297299
1991	1098.00862459007	55.3275205025243	0	52.6582428482541	6186514750.38908	7.98616600790511	0.0050744099373
1992	1102.71162064074	60.3129123158023	0.16134524451721	56.5660975293471	6367299133.28648	5.74024662868734	0.0043986555389
1993	1021.43630003078	63.4551933588821	0.273948720562231	57.8811041191607	6099462307.77503	5.18311396030806	0.0037067365503
1994	1138.15824395534	62.3801789113452	0.283517419527824	55.6387611891193	6291404976.63805	5.14167152953348	0.0024524968421
1995	1217.81369096143	66.210392542474	0.102758798267567	61.4435488565931	7071030444.96487	6.12358164775526	0.0015484821192
1996	1332.41747047597	62.2471737002403	0.816882261339087	56.4675621391383	7106655652.31359	2.98680922773018	0.0017122311956
1997	1197.62729154148	72.5520925117397	0.996386818713892	60.6908035784123	6905216752.38795	1.03819895051609	0.0041797191727
1998	1414.63969309129	63.7145049884881	0.857495056671052	52.5171377655215	9360798303.24021	2.75311330764481	0.0020767755811
1999	1386.21202154248	69.3037489908078	0.999920800122153	55.9623584012075	9979174120.61734	0.68478260869567	0.0027866962786
2000	1275.88034551999	74.427590554704	0.958039854978003	61.3336688858892	9618106531.15001	1.89463456763472	0.0061995204238
2001	1285.44742952016	74.6629511426982	1	61.3536052832773	9372467486.50801	0.619801875297938	0.0038619275744
2002	1362.53244931258	77.6483344060746	0.850543316915627	62.4119382344093	10191452681.2449	2.79561966936926	0.0047832646663
2003	1662.70718580758	77.78810335582	0.993583645126504	60.1579385393934	12512768450.8031	1.16773367477595	0.0035472382457
2004	1881.96472120273	80.0335096477309	0.982216357619232	63.694543726424	14966057735.6788	1.49344403381787	0.004620406936
2005	1948.20199738706	88.3999768512359	0.997323098487006	70.2290597124388	16385335589.3965	0.982641660015958	0.0040918451839
2006	2128.07468795736	96.0475474279528	0.756823872721987	73.8802169936814	18469304229.1951	3.284761669548	0.0064159110528
2007	2416.26354908687	106.922937526163	0.945846865422544	80.6127019053832	23507446289.0625	2.0420851267335	0.0080155385224

2008	2827.28780294231	107.868401119798	0.65760396684007	88.3472721650652	29350322580.6452	3.70731707317098	0.0064556747094
2009	2861.02706700807	107.335174542657	0.997130873866835	68.3960248426853	28072111207.6455	0.994825964251774	0.0032696613887
2010	2822.73373914854	110.301489885814	0.997249596577629	76.3050190371857	27848713963.5478	0.987355331485972	0.0053727664101
2011	3044.10788758427	112.655178444299	0.998168760936954	84.2610393380571	30457096273.4945	0.922360320058985	0.006498743194
2012	2902.32995755275	113.899265405256	0.990441100400345	86.5906596358956	30095904038.0139	1.27874121293851	0.006498743194
1991	1571.82835333313	48.9895583931897	0	85.6860202181431	3143804347.82609	8.19371509544095	4.6716366724
1992	1825.37913235654	46.5761137620569	0.275633878625283	86.0000875541741	4215965626.41339	5.82434514637899	3.9877075328
1993	1687.451994419	46.2067994271295	0.817750724626957	88.4109679056128	4107103716.24988	3.97495631916142	3.1559958573
1990	1507.23145563355	51.4961398707434	0.115488185458731	94.161265567647	2994090909.09091	6.54529307282417	5.2843748755
1994	1773.31300046264	46.3010155686805	0.612940645930037	92.8043860425704	4229636219.84974	4.73323063996605	2.5974823183
1995	2012.93626562594	45.7606176474038	0.173115004177635	93.7144465686907	4357301469.81072	6.24415028747127	2.3971457154
1996	2154.98693916039	46.3890004877716	0.868102633313884	85.7203547620671	4543147729.60756	3.72514472690717	2.6519081131
1997	2251.36846776111	44.9125325801756	0.881061059056345	80.5007104439621	4911022696.44633	3.65202620723075	2.1087954156
1998	2336.08394315192	43.7627590373578	0.951681287563242	79.9794582620079	5240273996.66286	3.1253657965586	1.2278056426
1999	2426.38836272624	47.4565472997303	0.983774942677689	77.9051139411665	5587927836.78975	2.69012485811571	1.7154302798
2000	2245.33505902835	50.0851889350194	0.966165682148193	82.4556456270767	5404100094.84205	2.96230794738617	2.9861122649
2001	2281.05687999244	51.4009997984023	1	89.5522011944661	5588239382.77612	1.98333333333332	2.1926750027
2002	2365.75886121553	51.7970469162219	0.982154111747811	85.3421759692656	5730752539.33052	2.72103284850469	2.2169761532
2003	2790.00436823287	51.2612252744301	0.982605816072045	82.390107793166	6286845168.80093	2.71259247474347	2.0188409067
2004	3139.52911808272	51.9753208800546	0.884423267106979	86.9485175792062	6900441589.723	3.63228004956628	2.5413755923
2005	3218.96108071481	53.5312579112035	0.999968880110137	90.2512478803945	6886121819.58366	2.01778641357149	3.6408141701
2006	3394.31028757518	54.6664116915559	0.685696945671049	93.9411357174235	7763636363.63636	4.49051351549301	3.9935067758
2007	3799.34787374147	56.5009082652134	0.91742455593954	104.267038010497	8969867291.17877	3.41654664746352	5.4324274316
2008	4331.24080680282	58.5418102916525	0.55389010717719	115.704711867113	10551578605.6327	4.92069632495135	5.9185211593
2009	4177.13022418863	61.6487527023791	0.901709138702199	94.0388870868311	10508109309.0424	3.52481380429255	3.3348458688
2010	4206.77992157625	63.6235699903813	0.706801310587775	104.977779456978	10858977225.0943	4.41626896502527	4.0642627056
2011	4350.33597633538	67.5868318579326	0.888361457112425	104.703269097833	10004309375.4959	3.60870455010649	4.3383658843
2012	4236.79363099703	66.7818096263005	0.368447368141524	106.566984908238	10343862750.8208	5.50434553594866	4.3383658843

Algérie : 

Maroc : 

Tunisie : 

Annexe 2 :

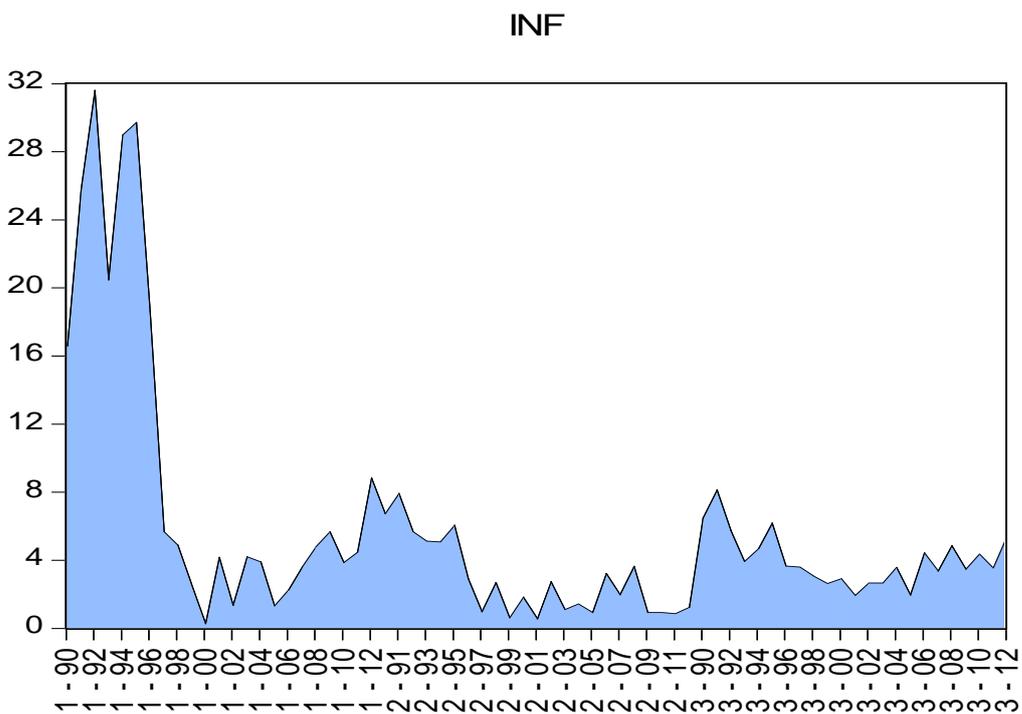
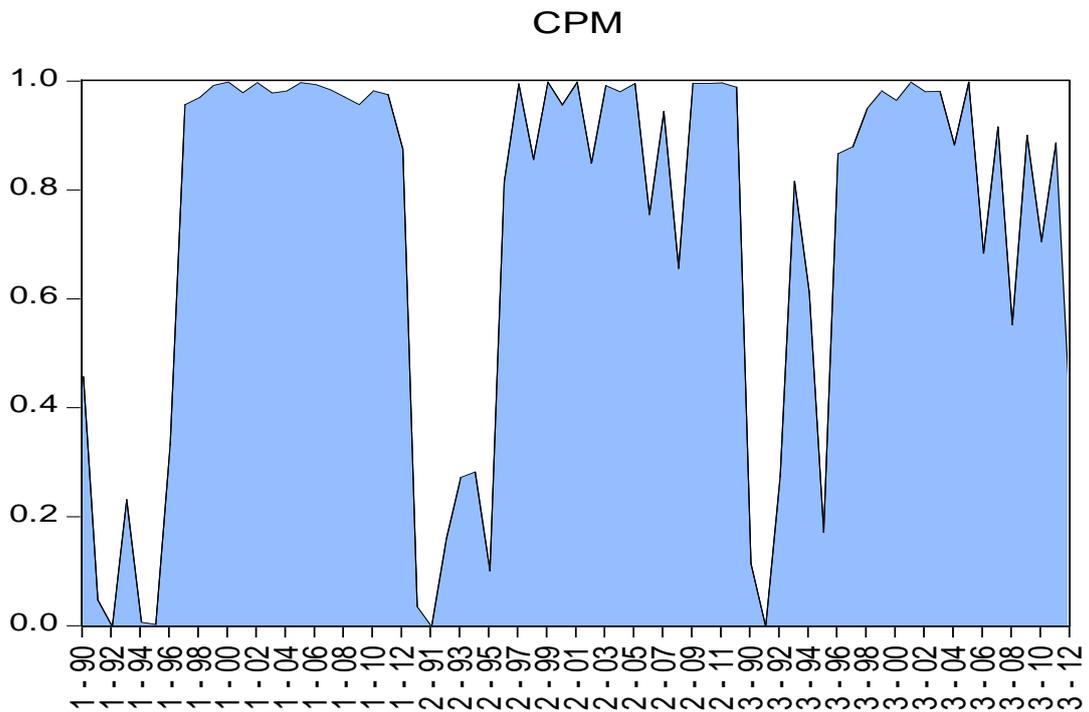
Synthèse des études empirique réalisée sur la politique monétaire et la croissance économique

AUTEUR	themes	L'échantillon	Période	Méthodologie	Résultats
Chokri inoubli	Intermédiation financier et croissance économique : une relation ambiguë.	Tunisie	1976-1997	Cointégration	Le développement financier en Tunisie a joué un rôle important dans la croissance économique
BERNARD Eric	Développement financier, politique monétaire et croissance économique	49 PAYS	1987-1997	validations empiriques en données de panel	l'inflation et la croissance de la masse monétaire sont significativement et négativement corrélées à la croissance économique
Catherine Bruno	Transmission de la politique monétaire et régime de changes : une comparaison France – Allemagne – Etats-Unis	3 pays	1960-1994	Un modèle structurel autorégressif	la politique monétaire en France et en Allemagne est plus efficace en changes flexibles qu'en changes fixes ; aux Etats-Unis, la politique monétaire est plus efficace en changes fixes qu'en changes flexibles.
Cheikh Tidiane NDIAYE*	La sensibilité de l'activité économique aux chocs monétaire et budgétaire	Sénégal	1960 – 2006	VAR structurel	La politique monétaire réagit plus que la politique budgétaire à un choc d'innovation affectant l'activité économique du fait de la forte dépendance des dépenses publiques aux aides extérieures.

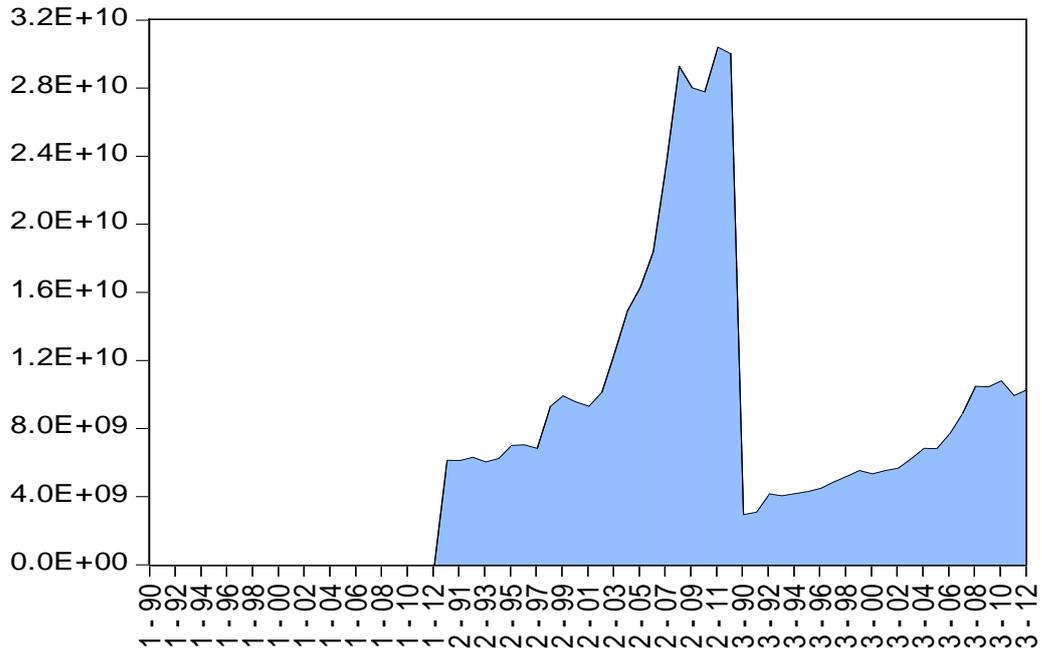
Abdul Aleem	Transmission mechanism of monetary policy in India	L'inde	1998-2007	VAR	l'importance de la banque canal du crédit en Inde pour l'activité économique PIB .
Muhammad Aijaz Rasheed	THE RELATIONSHIP BETWEEN MONEY AND REAL VARIABLES: PAKISTAN'S EXPERIENCE	Pakistan	1972-2008	Test de causalité	masse monétaire (M0) est exogène L'efficacité de la politique monétaire basée sur le contrôle de la masse monétaire
1Manouchehr Nouri and 2Ahmad Jafari Samimi	The Impact of Monetary Policy on Economic Growth in Iran	Iran	1974 - 2008	MCO	Il existe une relation positive et significative entre l'offre de la monnaie et la croissance économique
C.Amarasekara	The Impact of Monetary Policy on Economic Growth and Inflation in Sri Lanka	Sri Lanka	1978-2005.	VAR	l'appréciation du taux de change a un effet positif sur la croissance du PIB
Harold P.E. Ngalawa	Dynamic Effects of Monetary Policy Shocks in Malawi	Malawi	1988-2005	SVAR	Taux d'escompte et le plus efficace de la politique monétaire
Santigie Mohamed Kargbo And Patricia A. Adamu (Ph.D)	Financial Development and Economic Growth in Sierra Leone	Sera Léon	1970-2008	ARDL	l'investissement est un canal important par lequel le développement financier alimente la croissance économique.

Zehra Yesim GÜRBÜZ BESEK 2006	CREDIBILITE ET EFFICACITE DE LA POLITIQUE DE CIBLAGE D'INFLATION	Turquie	janvier 2002 – mars 2006	1: VAR 2: difference- in-difference estimation	très bons résultats de l'économie turque depuis l'adoption de la politique de ciblage d'inflation, aussi bien en terme de croissance.
Zied FTITI 2010	Politique de Ciblage d'Inflation Règles de Conduite, Efficacité, Performance	l'Angleterre la Nouvelle Zélande, la Suède, le Canada.		test de rupture structurelle Et le test de Bai et Perron	L'Efficacité et la performance macroéconomique de la politique de ciblage d'inflation.
George T. McCandless and Warren E. Weber 1995	Some Monetary Facts.	110 pays	1960- 1990	test de causalité	Il y'a une relation positive entre l'évolution de M et Y pour un niveaux faibles d'inflation.
Olivier Bruno et Patrick Musso 2000	Volatilité de l'inflation et croissance économique			modèle de croissance endogène a générations imbriquées	L'existence d'une relation négative entre l'offre de monnaie et la croissance économique pour des taux d'inflation élevés.
Christian Lambert NGUENA	Politique Monétaire Crédible et Croissance Economique en Zone CEMAC1: Une Approche Empirique en Données de Panel.	la zone CEMAC	1980 - 2003	modèle de croissance endogène Approche Empirique en Données de Panel	un impact négatif de la CPM sur la croissance économique

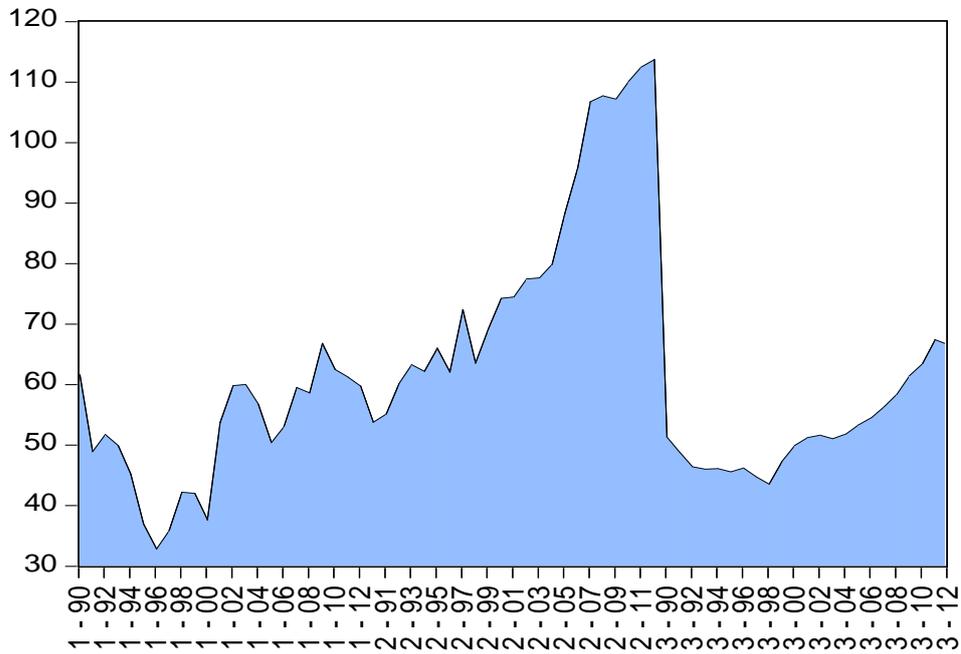
Annexe 3 : Graphe pour les différents variables de l'étude



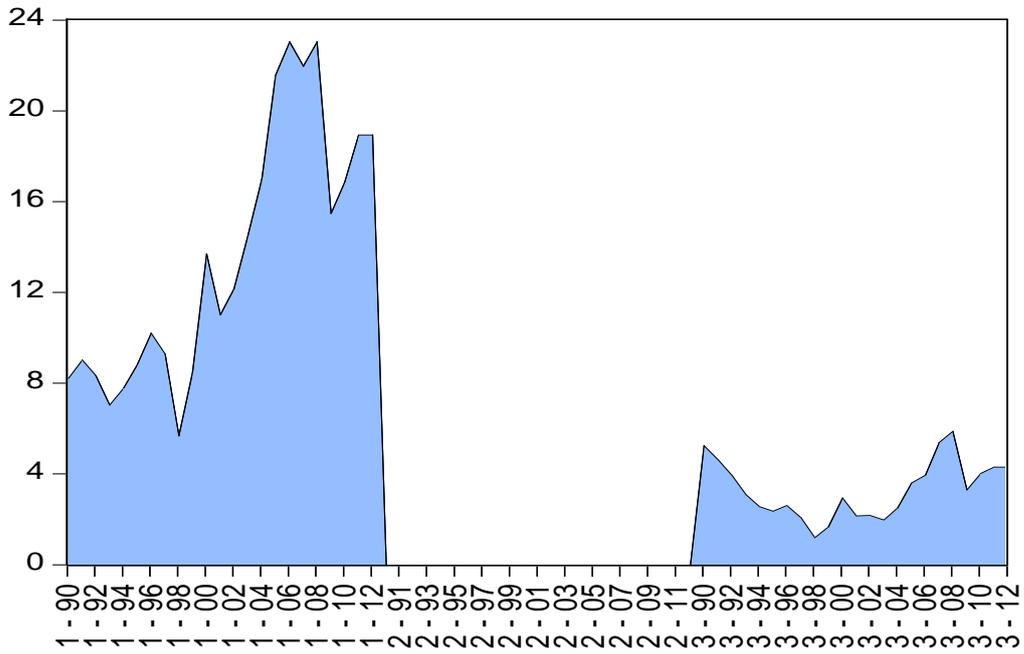
INV



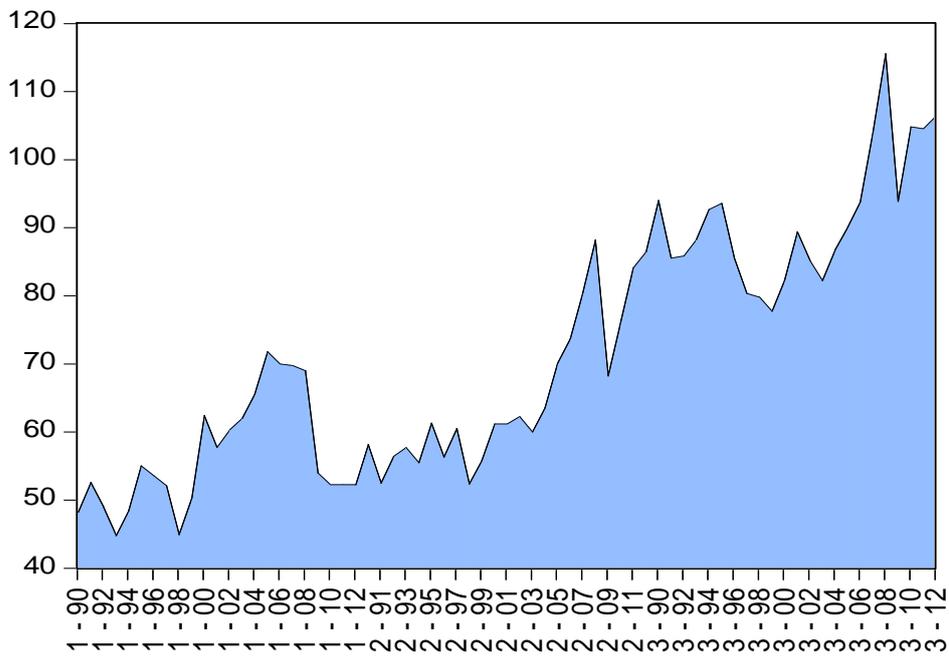
MASS



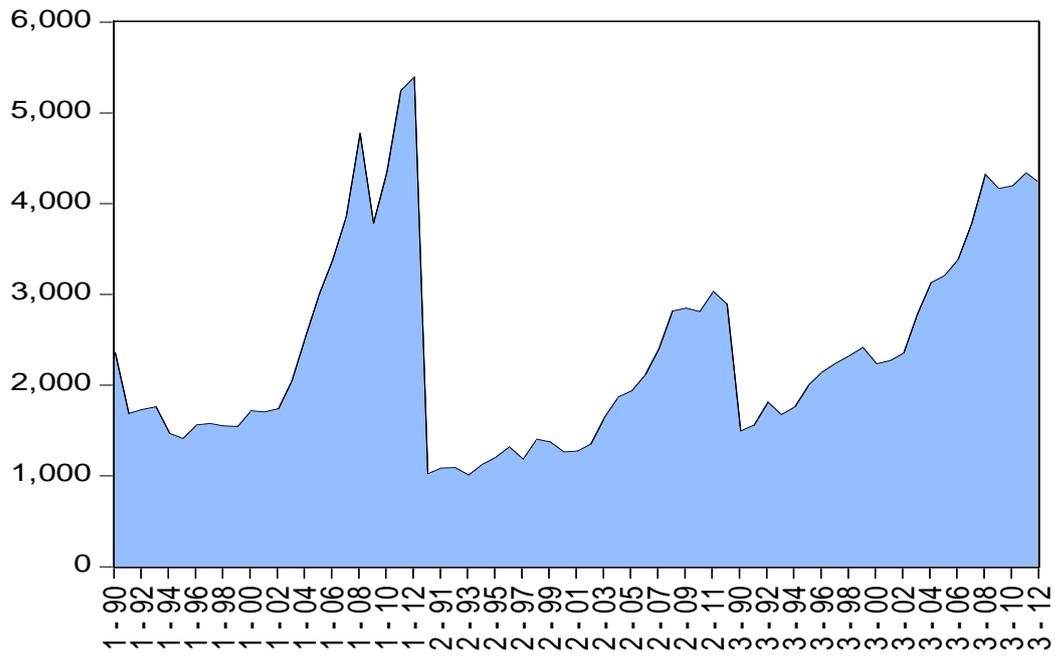
OIL



OUV



PIB



Annexe :4 Resultats de MCO estimation

Dependent Variable: PIB
Method: Panel Least Squares
Date: 06/28/15 Time: 01:27
Sample: 1990 2012
Periods included: 23
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2868.824	984.0148	-2.915428	0.0049
CPM	786.1656	362.3643	2.169545	0.0339
MASS	19.93892	13.20726	1.509694	0.1362
INF	34.02576	19.48366	1.746374	0.0857
OIL	109.7268	20.18738	5.435414	0.0000
INV	-4.28E-09	3.83E-08	-0.111761	0.9114
OUV	37.58396	6.360147	5.909291	0.0000
R-squared	0.674889	Mean dependent var		2389.819
Adjusted R-squared	0.643426	S.D. dependent var		1116.836
S.E. of regression	666.9051	Akaike info criterion		15.93910
Sum squared resid	27575268	Schwarz criterion		16.16575
Log likelihood	-542.8989	Hannan-Quinn criter.		16.02902
F-statistic	21.45067	Durbin-Watson stat		0.340024
Prob(F-statistic)	0.000000			

Annexe 5 : test effet fixe

Dependent Variable: PIB

Method: Panel Least Squares

Date: 06/28/15 Time: 01:34

Sample: 1990 2012

Periods included: 23

Cross-sections included: 3

Total panel (balanced) observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-71.69652	1082.550	-0.066229	0.9474
CPM	472.9786	389.3730	1.214719	0.2292
MASS	30.13702	12.49884	2.411186	0.0190
INF	35.16342	23.34104	1.506506	0.1372
OIL	207.9256	33.77752	6.155741	0.0000
OUV	-20.61205	13.98872	-1.473477	0.1458
INV	5.08E-08	3.55E-08	1.430123	0.1579

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.760045	Mean dependent var	2389.819
Adjusted R-squared	0.728051	S.D. dependent var	1116.836
S.E. of regression	582.4159	Akaike info criterion	15.69335
Sum squared resid	20352498	Schwarz criterion	15.98476
Log likelihood	-532.4207	Hannan-Quinn criter.	15.80896
F-statistic	23.75586	Durbin-Watson stat	0.259832
Prob(F-statistic)	0.000000		

Annexe 6 : teste effet aléatoire

Dependent Variable: PIB

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 06/28/15 Time: 01:37

Sample: 1990 2012

Periods included: 23

Cross-sections included: 3

Total panel (balanced) observations: 69

Wallace and Hussain estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-455.3480	1273.683	-0.357505	0.7219
CPM	497.9144	395.0883	1.260261	0.2123
MASS	29.05905	12.81241	2.268040	0.0268
INF	33.46363	23.46412	1.426162	0.1588
OIL	191.7263	32.91374	5.825117	0.0000
OUV	-12.34760	13.58966	-0.908603	0.3671
INV	4.28E-08	3.64E-08	1.177953	0.2433

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	1135.825	0.7809
Idiosyncratic random	601.6163	0.2191

Weighted Statistics

R-squared	0.697636	Mean dependent var	262.3472
Adjusted R-squared	0.668375	S.D. dependent var	1020.368
S.E. of regression	587.5983	Sum squared resid	21406848
F-statistic	23.84182	Durbin-Watson stat	0.240292
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	-0.130263	Mean dependent var	2389.819
Sum squared resid	95866628	Durbin-Watson stat	0.053657

Annexe7: Hausman test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	6	1.0000

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
CPM	472.978591	497.914428	-4483.461917	NA
MASS	30.137019	29.059054	-7.936949	NA
INF	35.163421	33.463634	-5.760605	NA
OIL	207.925649	191.726350	57.606851	0.0328
OUV	-20.612055	-12.347596	11.005597	0.0127
INV	0.000000	0.000000	-0.000000	NA

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: PIB

Method: Panel Least Squares

Date: 06/28/15 Time: 01:41

Sample: 1990 2012

Periods included: 23

Cross-sections included: 3

Total panel (balanced) observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-71.69652	1082.550	-0.066229	0.9474
CPM	472.9786	389.3730	1.214719	0.2292
MASS	30.13702	12.49884	2.411186	0.0190
INF	35.16342	23.34104	1.506506	0.1372
OIL	207.9256	33.77752	6.155741	0.0000
OUV	-20.61205	13.98872	-1.473477	0.1458
INV	5.08E-08	3.55E-08	1.430123	0.1579

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.760045	Mean dependent var	2389.819
Adjusted R-squared	0.728051	S.D. dependent var	1116.836
S.E. of regression	582.4159	Akaike info criterion	15.69335
Sum squared resid	20352498	Schwarz criterion	15.98476
Log likelihood	-532.4207	Hannan-Quinn criter.	15.80896
F-statistic	23.75586	Durbin-Watson stat	0.259832
Prob(F-statistic)	0.000000		

Table des matières

Remerciement	3
Dédicaces	4
Résumé	5
Sommaire	8
Liste des tableaux	11
Liste des figures	13
Liste des annexes	15
<u>Introduction général:</u>	17
Partie 1 : fondement théorique de la politique monétaire et la croissance économique.	23
Introduction de la partie :	26
Chapitre 1 : La politique monétaire.	27
Introduction :	27
Section 1 : Définition et mise en œuvre de la politique monétaire.	27
1-1: de la monnaie voile aux politiques volontaires issues de la théorie keynésienne.	28
1-2: le retour au monétarisme, monétaristes et nouveaux classiques.	29
1-3: les objectifs de la politique monétaire.	30
Section 2 : Les instruments de pilotage de la création monétaire.	32
2-1: Les instruments de contrôle direct.	32
2-2: Les instruments de contrôle indirect.	32
Section 3 : Les canaux de transmission de la politique monétaire.	36
3-1: Canal du taux d'intérêt.	37
3-2: Le canal du crédit.	38
3-3: Canaux des prix d'autres actifs.	39
Section 4 :Le lien entre le marché monétaire et le marché financier	45
4-1: Le marché monétaire:	45
4-2: Le marché financier:	47

4-3 : Articulation entre les marchés financiers et monétaire.	51
Conclusion :	54
Chapitre 2 : la croissance économique	55
Section 1: Définition, indicateur de la croissance, fonction de production usuelle.	55
1-1: Concept de la croissance économique.	55
1-2: Articulation entre la croissance économique et la production.	55
1-3: Les indicateurs de la croissance économique.	57
1-4: Les indicateurs de la croissance économique.	60
Section 2 : La théorie de la croissance économique selon les classiques et les néoclassiques.	65
2-1: Classiques.	65
2-2: Néoclassiques.	69
2- 3: Comparaison entre les théories	71
Section 3 : Le model de la croissance endogène.	74
3-1: De la croissance exogène a la croissance endogène.	74
3- 2: Les théories endogènes de la croissance.	77
3-3: Apports et limites des modèles de croissance endogène.	82
Conclusion :	86
Conclusion de la partie	87
Partie 2 : Efficacité et performance économique de la politique monétaire :	88
Introduction de la partie	91
Chapitre 1 : Politique monétaire et stabilité, croissance, performance économique.	92
Introduction :	92
Section 1: La relation selon la revue de la littérature entre croissance et politique monétaire.	92

1-1: Croissance économique et stabilité macroéconomique et performance économique.	92
1- 2 : L'effet de l'instabilité de l'environnement de la politique monétaire sur la croissance économique.	99
1-3: Effet d'instabilité de la politique monétaire sur la performance économique.	102
Section : 2 La crédibilité, facteur d'efficacité de la politique monétaire.	109
2-1:L'acquisition de la crédibilité.	109
2- 2: L'indépendance de la banque centrale.	111
2-3: Mesures de la crédibilité.	113
Section 3 : Les cycles économiques :	119
3-1 : Définition du cycle économique	119
3-2 : Les théories économiques du cycle	121
Section 4 : Le lien entre croissance économique et croissance Boursier	124
4-1 : La théorie du lien entre croissance économique et Bourcier	124
4- 2 : Mesures du développement et la croissance du marché financier	126
Chapitre 2 : Politique monétaire, croissance économique : investigation empirique sur les pays du Maghreb (Algérie Tunisie Maroc).	129
Introduction :	129
Section 1: la politique économique des trois pays.	129
1-1: Politique économique algérienne.	129
1-2 :politique économique marocaine.	135
1-3: politique économique tunisienne.	141
Section 2 : Présentation du model empirique :	146
2-1 : Revue de la littérature empirique.	146
2-2 : Méthodologie de l'étude.	148
Section 3 : Résultats des estimations et tests.	152
3-1 : Présentation des résultats de l'estimation par les MCO	152
3-2 : Présentation des résultats de l'estimation avec effet fixe	153

3-3 Présentation des résultats de l'estimation avec effet aléatoire	154
Conclusion :	154
Conclusion de la partie :	156
Conclusion générale	157
Bibliographie	162
Les annexes	168
Table des matières	182

Résumé :

Les courants de pensée néo-classiques ont mis l'accent sur la crédibilité de la banque centrale comme facteur d'efficacité de sa politique monétaire vu sous l'angle de la réalisation de son objectif final qui n'est autre que la stabilité interne et externe des prix. C'est ainsi que, dans le contexte de pays du Maghreb, des réformes allant dans le sens du renforcement de l'indépendance et de la crédibilité de la banque centrale en matière de stabilisation des prix ont vu le jour. Fort du constat que dans ces pays, on note de fort taux de croissance cohabitant avec une inflation de plus en plus non maîtrisée - signe de non efficacité et de non crédibilité – nous nous sommes proposé dans cette thèse de ressortir l'impact de la politique monétaire sur la croissance économique de la sous-région. Le modèle économétrique théorique utilisé a été un modèle de croissance endogène dérivé du modèle de Solow. À partir de ce modèle, nous avons opté pour l'utilisation des méthodes économétriques de panel à l'effet de procéder à l'estimation de l'équation de croissance. Cette équation à laquelle nous avons ajouté un indice simple de crédibilité de la politique monétaire préalablement construit, a servi d'instrument théorique à notre analyse empirique. L'estimation faite sur la base des données issues de la Banque Mondiale et de la fmi sur L'Algérie, Tunisie et Maroc dans une période allant de 1990 à 2012.

donne un résultat contraire à l'hypothèse d'étude, à savoir que la crédibilité de la politique monétaire en matière de stabilité des prix aurait nécessairement un impact positif sur la croissance économique. Cette contradiction nous a conduit à recommander pour notre part la promotion d'une politique monétaire orientée principalement vers l'amélioration de la croissance économique des Etats de la sous-région, mais sans préjudice de la contrainte de stabilité des prix.

Mots Clés : Econométrie des données de panel ; Stabilité des prix ; Crédibilité de la politique monétaire (CPM) ; Croissance économique.

Abstract:

The latest current of classic school has put emphasis on central bank credibility and therefore Monetary policy credibility as factor of efficiency of the monetary policy in terms of realisation of final objective. That is how in the Maghreb countries, we have seen monetary reforms which going implicitly in the direction of reinforcing independence and therefore central bank credibility in terms of the realization of stability of price objective. In this zone, we note height growth rate merged with uncontrolled inflation rate, sign of unefficiency and uncredibility. This work is proposing to come out with the impact of the search for a greater credibility by the central bank of the sub-region on economic growth. The theoretical econometric model used is an endogenous growth model derives from Solow model. From this model, the utilization of panel's econometric method to proceed for the estimation of growth equation has been adopted. This equation in which is added a simple index of monetary policy credibility previously constructed has been the basis of our empirical investment. The estimation in panel data based on World Bank and IMF data covering Algeria Tunisia and morocco and 1990 – 2012 periods leads to a contrary result with respect to the previous study hypothesis; According to that hypothesis monetary policy credibility may have a positive impact on economic growth. This leads to recommend a monetary policy geared towards the amelioration of Maghreb countries economic growth with the constraint of price stability.

Key words: Panel data econometrics; Price stability; Monetary Policy Credibility; Economic Growth.

ملخص:

ركزت المدارس النيو كلاسيكية على مصداقية البنك المركز كعامل من عوامل كفاءة السياسة النقدية لتحقيق الأهداف النهائية استقرار الأسعار في الداخل والخارج. و معدلات النمو الاقتصادية جيد في بلدان المغرب العربي. فالإصلاحات على غرار تعزيز استقلالية ومصداقية البنك المركزي في استقرار الأسعار أدت الى تحقيق معدل نمو مرتفع تزامنا مع التضخم متزايد علامة على عدم كفاءة ومصداقية السياسة النقدية. كان النموذج الاقتصادي القياسي النظري المستخدم هو نموذج النمو الداخلي المستمدة من نموذج سولو. " *panel's econometric method* بتقنية"، قمنا باستخدام هذه التقنية من أجل تقدير معادلة النمو. هذه المعادلة التي أضفنا لها مؤشر بسيط هو مصداقية السياسة النقدية التي حسبنا سابقا. التقدير يتم على أساس بيانات من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي على الجزائر وتونس والمغرب في فترة 1990-2012. ألا انه تحصلنا على نتيجة تناهي الفرضية المطروحة، وهي أن مصداقية السياسة النقدية لاستقرار الأسعار سيكون لها بالضرورة تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي. هذه النتيجة أدت بنا إلى تقديم بعض التوصيات لتعزيز السياسة النقدية وتحسين النمو الاقتصادي في دول المنطقة دون المساس في استقرار الأسعار.

الكلمات المفتاحية: لوحة بيانات الاقتصاد القياسي، استقرار الأسعار، مصداقية السياسة النقد، النمو الاقتصادي.