

## LES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES ET LA RELANCE ÉCONOMIQUE : ÉTUDE DE LA POLITIQUE DE L'ASSOULPISSEMENT QUANTITATIF EN ALGERIE.

Kada AIBOUD\*\*

Received: 02/08/2022/ Accepted: 22/02/2023 / Published: 14/01/2024

Corresponding author: [k.aiboud@univ-mascara.dz](mailto:k.aiboud@univ-mascara.dz)

### RÉSUMÉ

Le présent article traite des politiques monétaires non conventionnelles (PMNC) mises en œuvre par la Fed et la BCE, entre 2008 et 2014, face à la récession économique et la déflation engendrées par la crise financière de 2008. Il consiste à rendre compte, en suivant une approche descriptive fondée sur l'examen de nombreuses études sur les PMNC, des mesures d'assouplissement monétaires traditionnelles servant, d'une part, à influencer les conditions de financement dans les banques et les marchés financiers et, d'autre part, à favoriser la demande globale et à stimuler l'activité économique. Cette étude s'intéresse, également, à la politique de financement non conventionnel (FNC) mise en œuvre par la Banque d'Algérie de novembre 2017 à janvier 2019. Nous mettons l'accent sur les causes du recours à ce type de financement, sa conduite et les techniques mis en place pour contrôler l'inflation. Il ressort de cette étude que, contrairement au FNC en Algérie, les PMNC ont eu l'effet escompté sur la croissance économique et l'inflation, aux Etats-Unis et dans les pays de la zone euro.

**MOTS CLÉS:** Crise financière de 2008, récession économique, les politiques monétaires non conventionnelle, canaux de transmission monétaire, la banque d'Algérie.

**JEL CLASSIFICATION :** E51, E52, E58

---

\*\*Université de MUSTAPHA STAMBOULI, Mascara, Algérie [k.aiboud@univ-mascara.dz](mailto:k.aiboud@univ-mascara.dz)

## السياسات النقدية غير التقليدية والانعاش الاقتصادي: دراسة سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.

### ملخص

نسعى، من خلال هذا المقال، الى دراسة دور السياسات النقدية غير التقليدية التي استخدمها الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي، خاصة ما بين سنة 2008 و2014، في محاربة الركود الاقتصادي وانكماش الاسعار التي سببتها الأزمة المالية لسنة 2008. باستخدام نهج وصفي، باستناد على مراجعة العديد من الدراسات حول السياسات النقدية غير التقليدية، ستمكنا هذه الدراسة من فهم الآليات التي بواسطتها تؤدي الإجراءات النقدية غير تقليدية الى ضخ السيولة في النظام المصرفي والأسواق المالية بهدف تشجيع الطلب الكلي وإعادة بعث النشاط الاقتصادي. سنتناول، أيضا في هذا المقال، سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر التي نفذها بنك الجزائر ما بين فترة نوفمبر 2017 وجانفي 2017، وذلك من خلال تسليط الضوء على أسباب التي أدت الى اللجوء الى هذا النوع من التمويل، طريقة تنفيذه وكذلك الأدوات النقدية التي وضعها بنك الجزائر لامتصاص فائض السيولة، التي سببها التمويل غير تقليدي، والسيطرة على التضخم. تبين من هذه الدراسة ان، على عكس الجزائر، السياسات النقدية غير تقليدية كان لها الأثر المرجو على نمو الاقتصادي والتضخم في دول منطقة اليورو والولايات المتحدة الامريكية.

**كلمات مفتاحية:** الازمة المالية لسنة 2008، الركود الاقتصادي، السياسات النقدية غير تقليدية، قنوات التمويل التقليدي، بنك الجزائر.

## UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES AND ECONOMIC RECOVERY: STUDY OF THE QUANTITATIVE EASING POLICY IN ALGERIA

### ABSTRACT

In this paper, we examine the role of unconventional monetary policies (UMPs), which were introduced by the Federal Reserve (Fed) and the European Central Bank (ECB), in particular between 2008 and 2014, in combating the economic recession and deflation caused by the 2008 financial crisis. Using a descriptive approach, based on a review of numerous studies on UMPs in the euro area and the US, we show how the easing of traditional monetary measures influences financing conditions in banks and financial markets and thus promotes aggregate demand and stimulates economic activity. In addition, we discuss the non-conventional financing (NCF) policy in Algeria, implemented between November 2017 and January 2019, highlighting the causes of the recourse to this type of financing, its conduct and the monetary instruments put in place by the Bank of Algeria to absorb the excess of liquidity, induced by monetary financing, and control inflation. The study shows that, unlike the NCF in Algeria, the UMPs have had the desired effect on economic growth and inflation in the United States and the euro area countries.

**KEY WORDS:** Financial crisis of 2008, economic recession, unconventional monetary policies, monetary transmission channels, the Bank of Algeria.

### INTRODUCTION

La politique monétaire est un ensemble de mécanismes mis en place par la Banque centrale pour répondre à la demande globale et à réguler l'économie. L'objectif est de réaliser la stabilité monétaire (*stabilité des prix*) ou de gérer les problèmes de la conjoncture économique (*récession économique et chômage*), à travers les canaux de transmission. A cet égard, la théorie monétaire a identifié trois principaux canaux. Nous citons : *le canal du taux d'intérêt, le canal des prix des actifs financiers et le canal du crédit*

*bancaire*. Nous postulons que l'efficacité de la politique monétaire dans la réalisation des objectifs économiques s'applique à certains facteurs économiques et environnementaux tels que : l'ouverture commerciale, la réglementation financière, le caractère du système financier (orienté-marché ou orienté banque), les innovations financières ainsi que la variable intermédiaire ciblée (Mishkin & al. 2007).

Par ailleurs, après la crise financière de 2008, les responsables économiques des pays touchés par la crise ont réalisé qu'il est difficile de stimuler la demande globale et de relancer l'activité économique par les politiques monétaires conventionnelles accommodantes. En effet, malgré la forte baisse des taux d'intérêt directs, la reprise de l'activité économique n'a pas eu lieu (Igor, 2018). Ait Cheikh & Fettahi (2017) affirment que l'inefficacité des politiques monétaires à relancer l'activité économique, dans le contexte de la crise financière de 2008, s'explique par le blocage des canaux de transmission monétaire traditionnels, notamment *le canal du taux d'intérêt et le canal du crédit bancaire*.

En ce qui concerne le blocage du canal du taux d'intérêt, Ait Cheikh & Fettahi (2017) ajoutent que ce dernier est devenu obsolète pour trois raisons : *la forte baisse des taux d'intérêt, la déflation persistante et le manque de liquidités*. Aglietta (2005) estime que le plancher des taux d'intérêt, initié par les banques centrales pour encourager la distribution des crédits par les banques, et mêlé à une forte déflation originaire d'un choc dans la demande globale, a produit des taux d'intérêt réels très élevés. Ce qui a augmenté la valeur réelle de la dette, a empêché la stimulation de la demande globale et maintenu l'inflation à sa valeur cible.

Quant au blocage du canal du crédit bancaire, Ait Cheikh & Fettahi (2017) soulignent que la montée du risque d'insolvabilité des créanciers, à cause de la crise financière, a poussé les banques à rationner le crédit, par crainte de la baisse de la rentabilité des investissements. Aglietta (2005) voit que la montée de l'incertitude et la baisse des taux d'intérêt nominaux, ont accru, pour les banques, la préférence pour la liquidité, lesquelles ne sont plus enclines à prêter leurs excédents monétaires sur le marché interbancaire. Saurina (2008) pense que la révision à la hausse des montants de fonds propres durant la crise financière de 2008, selon ce que prévoit la réglementation prudentielle, pour amortir la

dégradation de la qualité du portefeuille de crédit, s'est traduite par un rationnement du crédit bancaire et partant, un manque énorme de financement pour les entreprises créatrices de richesse.

Face à l'inefficacité des politiques monétaires traditionnelles, de nouvelles mesures monétaires non conventionnelles, entre autres *l'assouplissement quantitatif* et *l'assouplissement qualitatif*, ont été mises en œuvre, notamment aux États-Unis et dans la zone euro, pour booster la croissance économique et ramener l'inflation à sa valeur cible. À l'instar de ces pays, l'Algérie a décidé de mettre en œuvre la politique de financement non conventionnel (FNC), durant la période allant de novembre 2017 à janvier 2019, dans le sillage du déficit budgétaire et de la crise de liquidité bancaire provoqués par les deux chocs pétroliers de 2014 et 2015, pour équilibrer les finances publiques et relancer l'activité économique.

Ainsi, notre recherche se situe au centre de cette problématique : ***Comment les politiques monétaires non conventionnelles (PMNC) sous-tendent-elles l'activité économique ?***

Nous examinerons cette question sur la base des hypothèses suivantes :

- Les PMNC améliorent les conditions de financement des banques, ce qui leur permet d'offrir davantage de prêts et encourage ainsi, la demande globale, qui accroît l'activité économique et l'inflation.
- Les PMNC stabilisent les marchés financiers, via l'ancrage des anticipations et la réduction des primes de risques, ce qui augmente l'investissement et la croissance économique.
- Le FNC en Algérie permet de combler le déficit budgétaire et améliorer la liquidité bancaire.
- Le FNC en Algérie augmente la croissance économique et l'inflation.

Afin d'apporter des éléments de réponse à cette problématique, nous suivons une approche descriptive fondée sur l'examen de nombreuses études portant sur les politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre dans la zone euro et aux États-Unis. L'objectif est de fournir un aperçu détaillé de leur rôle dans la lutte contre la déflation et la récession économique qui ont suivi la crise

financière de 2008. Cette démarche nous permettra de connaître (i) les différentes formes de politiques monétaires non conventionnelles adoptées par la *Fed* et la *BCE*, (ii) la conduite de chaque forme de politique monétaire non conventionnelle et (iii) les mécanismes par lesquels les politiques monétaires non conventionnelles influencent l'activité économique et l'inflation.

Pour le cas de l'Algérie, nous commençons, d'abord, par décrire les événements, qui ont eu lieu entre 2014 et 2017, qui sont à l'origine de la décision de recourir au financement non conventionnel, à savoir la détérioration des recettes budgétaires, la contraction des dépenses publiques, la diminution du niveau de la liquidité bancaire et la baisse du taux de croissance économique. Nous passons, ensuite, à la présentation de la conduite du programme de financement non conventionnel, c'est-à-dire, l'encours de la planche à billets et sa répartition sur les institutions étatiques. Et enfin, nous faisons le point sur les instruments monétaires mis en place par la Banque d'Algérie pour contenir l'inflation.

Ce travail est organisé autour de quatre sections. Dans la première section, nous aborderons le cadre conceptuel des politiques monétaires non conventionnelles en explicitant leurs *instruments et leurs canaux de transmission*. La deuxième section, quant à elle, explicitera les résultats de quelques études empiriques sur l'efficacité des politiques monétaires hétérodoxes à influencer les conditions de financement des agents financiers. Puis, nous passerons à la troisième section, réservée à l'analyse de la politique de financement non conventionnel en Algérie mise en place par la Banque d'Algérie à partir de la fin de 2017. Enfin, dans la dernière section, nous résumerons les principaux éléments de cette recherche.

## 1- LES POLITIQUES MONÉTAIRES NON-CONVENTIONNELLES

Après la crise financière de 2008, les pays touchés n'ont pas renoué avec la croissance économique, malgré les tentatives de stimulation de la demande globale par des politiques monétaires traditionnelles expansionnistes. Dans ces circonstances, les banques centrales ont compris que les instruments de la politique monétaire conventionnels

sont obsolètes et que d'autres mesures non conventionnelles doivent être envisagées pour sortir de la crise.

Les politiques monétaires non-conventionnelles (PMNC) sont un ensemble de mesures inhabituellement choisies par la Banque centrale, dans des circonstances économiques particulières, pour lutter contre la récession économique et la déflation. Elles consistent à relâcher certaines règles des politiques monétaires conventionnelles, lorsque ses canaux de transmission deviennent caducs. Le choix de la forme de la politique monétaire non conventionnelle appropriée dépend, souvent, des caractéristiques du système financier, s'il est *orienté-marché* ou *orienté-banque*. Les objectifs visés par l'application des politiques monétaires non conventionnelles sont l'apaisement des marchés financiers et la disponibilité du crédit bancaire (Banque de France, 2019).

### 1.1- Les instruments des PMNC

Les politiques monétaires non conventionnelles prennent les formes suivantes :

#### 1.1.1. L'assouplissement quantitatif (quantitative easing).

Il désigne un achat massif, par la Banque centrale, des actifs financiers liquides et sans risque (souvent les obligations d'Etat) via l'émission de la monnaie. En fait, la Banque centrale préfère les obligations d'Etat en particulier, car elle est persuadée que la nouvelle monnaie émise, au titre de l'assouplissement quantitatif, sera destinée par le gouvernement à des fins de dépense (CEPII, 2015). L'assouplissement quantitatif entraîne une hausse des prix des actifs financiers et une baisse des taux d'intérêt à long terme. En conséquence, il dope la demande globale (la dépense d'investissement et la dépense de consommation), du fait de la baisse du coût de refinancement des entreprises (baisse des taux d'intérêt) et de l'augmentation de la richesse des ménages (hausse des cours des titres) (CEPII, 2015).

#### 1.1.2. L'assouplissement qualitatif (qualitative easing).

Il constitue un achat d'actifs financiers risqués par la Banque centrale, sans émission de la monnaie ou leur échange contre des actifs financiers

sans risque (Igor, 2018). Contrairement à l'assouplissement quantitatif, qui entraîne une augmentation de la taille du bilan de la Banque centrale en raison de l'augmentation de la base monétaire, l'assouplissement qualitatif entraîne simplement une modification de la composition de ses actifs. Ce changement étant, en réalité, un mécanisme de réallocation du risque qui conduira à la baisse du risque dans les bilans des acteurs financiers. Sur le plan macroéconomique, l'assouplissement qualitatif encourage la dépense globale par l'effet du taux d'intérêt (baisse des taux d'intérêt et de la prime de risque) et l'effet de richesse (hausse des prix des actifs financiers).

Il convient de noter que, lorsque les assouplissements quantitatif et qualitatif sont menés en même temps, il s'agit de l'assouplissement du crédit (credit easing) (Igor, 2018).

#### 1.1.3. Les refinancements à long terme ciblés TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations).

C'est un dispositif monétaire non conventionnel utilisé par la Banque centrale européenne (BCE). Il consiste à fournir des prêts à long terme par la BCE aux banques de la zone euro, avec des taux d'intérêt faibles, pour les inciter à prêter davantage aux entreprises et aux ménages (European Central Bank, 2021). La BCE estime que les opérations TLTRO renforcent le caractère expansionniste de la politique monétaire dans la zone euro, et soutiennent la reprise de l'activité économique en stimulant la demande globale et en augmentant le taux d'inflation. Les montants des financements (bon marché) obtenus par les banques commerciales, dans le cadre des opérations TLTRO, dépendent de la part de leurs prêts aux entreprises et aux ménages (European Central Bank, 2021). Cela signifie que, plus une banque accorde des prêts aux entreprises et aux ménages avant le début des opérations, plus elle peut emprunter dans le cadre du TLTRO. La BCE a annoncé trois programmes de refinancements à long terme ciblés (TLTRO I en Juin 2014, TLTRO II en Mars 2016 et TLTRO III en Mars 2019) depuis la récession économique qui a suivi la crise financière de 2008, (European Central Bank, 2021)

#### 1.1.4. La politique des taux d'intérêt négatifs.

Cette mesure s'inscrit dans la conduite de la politique monétaire non conventionnelle, mise en place en 2014 par la BCE, pour augmenter le taux d'inflation au niveau de sa cible fixée à 2% (Blot & Hubert, 2016). Les taux d'intérêt négatifs s'appliquent au taux d'intérêt des facilités de prêts (c.-à-d. le coût de refinancement des banques de la BCE) et au taux d'intérêt des facilités de dépôts (c.-à-d. la rémunération des banques sur les réserves obligatoires et excédentaires déposées auprès de la BCE). Ces deux taux d'intérêt représentent, respectivement, la borne supérieure et la borne inférieure du taux d'intérêt des prêts interbancaire EONIA (Euro Overnight Index Average). La BCE manipule EONIA, à travers les taux négatifs, de telle manière à influencer l'ensemble des taux d'intérêt appliqués par les banques commerciales et les inciter à s'élargir dans l'octroi des crédits (Blot & Hubert, 2016).

#### 1.1.5. Le guidage des anticipations (Forward Guidance).

C'est une politique monétaire non conventionnelle, mise en œuvre par la BCE et la Fed après la crise financière de 2008. A ce titre, la Banque centrale déclare au public qu'elle va maintenir les taux d'intérêt directeurs au plancher pour une longue période. L'objectif étant de révéler la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme pour ancrer les anticipations du public, et de piloter ainsi la formation des taux d'intérêt à long terme (CEPII, 2015). Le guidage des anticipations va permettre, en fait, la stabilisation des marchés financiers du fait de la maîtrise des fluctuations des taux d'intérêt. La politique du guidage des anticipations est considérée comme une permutation des opérations « D'OPEN MARKET » aux opérations « D'OPEN MOUTH » (Carré, 2015).

### 1.2- Les canaux de transmission des PMNC

Comme pour les politiques monétaires conventionnelles, l'effet des politiques monétaires non conventionnelles passe à l'économie réelle via des canaux de transmission. La littérature a mis en évidence cinq canaux de transmission monétaire non conventionnelles, à savoir:

#### 1.2.1. Le canal de liquidité

Les liquidités injectées par la Banque centrale dans le système financier, au titre des mesures monétaires non conventionnelles, influencent la dépense globale par le biais de la finance directe, en encourageant l'émission des titres, et la finance indirecte, en relançant le crédit bancaire.

Sur les marchés financiers, la forte demande sur les titres publics et privés, engendrée par les opérations de l'assouplissement quantitatif et/ou qualitatif, entraîne une hausse des prix des actifs financiers, une baisse des taux d'intérêt à moyen et long termes et une baisse de la prime de risque [Carré (2015) et Igor (2018)]. Sur le marché des crédits, l'assouplissement quantitatif et/ou qualitatif, les opérations TLTRO et les taux d'intérêt négatifs, renforcent la liquidité dans les banques, en l'obtenant directement de la Banque centrale ou en l'empruntant sur le marché interbancaire. En fait, l'échange des liquidités sur le marché interbancaire, après la mise en œuvre des dispositifs monétaire non conventionnelles, devient plus souple du fait de l'amélioration de la qualité des collatéraux, fournis aux banques en contrepartie des fonds, après l'assainissement des bilans des banques des actifs toxiques par l'assouplissement quantitatif et/ou qualitatif (Carré, 2015).

#### 1.2.2. Le canal de duration

Appelé aussi le canal de la confiance, il repose sur l'ancrage des anticipations des agents économiques pour apaiser les marchés financiers au moment de la crise. En effet, une fois que la Banque centrale annonce qu'elle va mettre en œuvre l'assouplissement quantitatif, le risque du taux d'intérêt diminue car le public anticipe que les taux d'intérêt restent à des niveaux bas pendant une longue période (Kanga, 2017). Après la mise en œuvre de l'assouplissement quantitatif, l'inflation anticipée augmente et les taux d'intérêt réels baissent, permettant ainsi de renforcer la confiance chez le public vis-à-vis les engagements de la Banque centrale (Blot et al, 2015). En conséquence, la baisse du risque du taux d'intérêt et la hausse de l'inflation anticipée, après la déclaration de la Banque centrale à maintenir le plancher des taux d'intérêt pour une longue durée, relancent la demande globale et augmentent l'inflation.

### 1.2.3. Le canal de rééquilibrage des portefeuilles

Il désigne une réallocation faite par les investisseurs institutionnels dans la composition de leurs portefeuilles d'actifs, dans le but de conserver leurs rendements (Blot et al, 2015). L'achat massif des titres financiers sans risque par la Banque centrale, au titre du programme de l'assouplissement quantitative, réduit leurs rendements à cause de la baisse de leurs taux d'intérêt et leurs primes de risque. Les investisseurs sont, alors, obligés de se tourner vers d'autres actifs financiers rentables mais qui impliquent plus de risques. Toutefois, cet arbitrage conduit à une augmentation des prix des titres financiers alternatifs et une baisse de leurs rendements, c'est-à-dire leurs taux d'intérêt et primes de risque (Igor, 2018). Dès lors, le comportement des investisseurs consistant à rééquilibrer leurs portefeuilles entraînera, sur tous les segments des marchés financiers, une hausse générale des prix des titres et une baisse des taux d'intérêt et des primes de risque (Igor, 2018).

Sur le plan macroéconomique, le rééquilibrage des portefeuilles des investisseurs institutionnels agit sur l'activité économique à travers : (i) l'effet du taux d'intérêt ; la baisse des taux d'intérêt et des primes de risque encourage la dépense d'investissement (nouvelles émissions de titres) à cause de la baisse des coûts de financements des entreprises (Blot et al, 2015) ; (ii) l'effet de richesse ; la revalorisation de la valeur des portefeuilles des ménages, due à la hausse des prix des actifs financiers, favorise la consommation. Les ménages peuvent facilement obtenir des crédits à la consommation avec des taux d'intérêts adéquats car ils disposent de garanties réelles (titres financiers) (Carré, 2015) ; (iii) l'effet du taux de change ; la baisse des taux d'intérêt domestique accroît les flux de capitaux vers l'extérieur du fait de la demande accrue sur les titres étrangers. Il en résulte une dépréciation du taux change nominal et une augmentation des exportations qui soutiennent la croissance économique (Brana & Prat, 2013).

### 1.2.4. Le canal de signal

Il renvoie à l'ensemble des actes et des engagements de la Banque centrale marquant la conduite de sa politique monétaire au futur. En effet, lorsque la Banque centrale révèle son intention d'acheter

massivement des titres financiers (à risques et sans risques), dans le cadre de la politique de l'assouplissement quantitatif et/ou qualitatif, ou bien, lorsqu'elle fait des déclarations pour maintenir le plancher des taux d'intérêt pour ancrer les anticipations (Forward Guidance), le public considère ces actions comme étant un « signal » indiquant le caractère expansionniste de la politique monétaire [Igor (2018) et Blot et al (2015)]. La confiance s'installe sur les marchés de capitaux et les taux d'intérêt et les primes de risque baissent, conduisant ainsi à une augmentation de la demande globale.

#### 1.2.5. Le canal de la prise de risque

Il exprime la baisse du risque de défaut souverain, après l'achat des titres souverains par la Banque centrale, ce qui permet à la politique budgétaire de restaurer son efficacité autant qu'un outil de relance économique [Carré (2015) et Blot et al (2015)]. En fait, la baisse des taux d'intérêt renforce les recettes fiscales en raison, d'un côté, de la baisse des coûts de services de la dette publique et, de l'autre côté, de la hausse des prix des obligations d'Etat. Par ailleurs, la revalorisation de la valeur des portefeuilles des investisseurs institutionnels augmente leurs revenus et la valeur de leurs collatéraux. Cela les rend moins averses au risque et les encourage à emprunter (Brana & Prat, 2013).

## **2- PMNC ET AMÉLIORATION DES CONDITIONS DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE**

Les études empiriques sur l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelle, menées notamment aux États-Unis, dans la zone euro, en Angleterre et au Japon, se sont concentrées sur l'analyse de l'évolution des variables financières telles que les taux d'intérêt, les primes de risques, les prix des actifs financiers et les anticipations, car ces variables reflètent les changements des conditions de financement des agents financiers. La majorité des études ont confirmé l'amélioration des conditions de financement après la mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles et l'efficacité des différents canaux de transmissions monétaires hétérodoxes, tels que le canal de liquidité, le canal du rééquilibrage des portefeuilles, le canal de signal ...etc.

McAndrews & al (2017) ont analysé l'impact du relâchement monétaire aux Etats-Unis, introduit par les programmes TAF (Term Auction Facility) entre 2007 et 2010 sur la prime de risque exigée par les banques commerciales sur le marché interbancaire. Au titre de ces programmes, la Fed a créé de la monnaie et accordé des prêts aux banques commerciales en difficultés de liquidité. Les auteurs ont prouvé que, grâce à ces facilités de prêt, la prime de risque sur les crédits, mesurée par « Libor-OIS spread », a nettement baissé.

Fleming & al (2010) ont étudié l'impact du programme TSLF (Term Securities Lending Facility) sur les rendements des actifs financiers risqués. A ce titre, la Fed a échangé, avec les intermédiaires de marché, des titres du Trésor américain sans risque, contre une vaste gamme de titres moins liquides. Les titres du Trésor américain sont utilisés par les intermédiaires de marché comme des garanties pour obtenir de la liquidité sur le marché privé « repo market ». Les résultats ont montré que, le programme TSLF conduisait à la baisse de la prime de risque des titres moins liquides et un rapprochement des rendements de ces derniers avec ceux du Trésor américain.

Adrian & al (2010) ont vérifié l'effet des facilités de financement, mis en œuvre par la Fed dans le cadre du programme CPFF (Commercial Paper Funding Facility) en 2008, sur le financement des investisseurs sur le marché des billets de trésorerie. Ce programme consistait à apporter un soutien financier temporaire aux émetteurs américains de billets de trésorerie pour guider leurs anticipations. Les principaux intervenants sur ce marché sont les banques commerciales, les institutions financières non bancaires et les sociétés non financières. Les auteurs ont observé que l'émission de billets de trésorerie a augmenté de manière significative et que la prime de risque a diminué en conséquence.

L'étude de Brana & Prat (2013) a montré que l'excès de liquidité, dû à la mise en œuvre de l'assouplissement quantitatif par la Fed, a conduit à une sortie des capitaux des Etats-Unis en raison de la baisse des rendements des actifs (primes de risque et taux d'intérêt) sur leurs marchés financiers, vers les pays émergents provoquant ainsi une hausse des prix des actifs financiers sur les marchés de ces derniers. Les

auteurs soulignaient aussi que l'effet de l'excès de liquidité sur les prix des actifs financiers est robuste lorsque les investisseurs institutionnels sont moins averses au risque. Toutefois, lorsque l'aversion pour le risque est élevée, l'excès de liquidité pourrait déstabiliser les marchés financiers des pays émergents.

Pour la zone euro, les résultats des études empiriques ont également corroboré l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles entreprises par la BCE dans l'amélioration du financement des économies des pays membres. Abbassi & Linzert (2012) ont révélé que les mesures monétaires extraordinaires ont affecté positivement les conditions de financement des banques sur le marché interbancaire et remédié aux perturbations liées au manque de liquidités, en faisant baisser les taux « Euribor » de plus de 80 points de base. D'autre part, les auteurs soulignaient que la communication faite par la BCE sur la conduite de sa politique monétaire pendant la crise financière avait réduit de manière significative l'impact de l'incertitude sur les taux « Euribor » dans la période suivant octobre 2008.

Beirne & al. (2011) ont étudié l'impact du programme CBPP (Covered Bond Purchase Program) annoncé en 2009 sur la liquidité des marchés obligataires primaire et secondaire de la zone euro. L'opération consiste en un achat ferme, par l'Eurosystème, d'obligations sécurisées. L'étude a montré que ce dispositif monétaire non conventionnel a entraîné une baisse des taux d'intérêt à terme sur le marché monétaire, une amélioration des conditions de financement des banques et entreprises, un accroissement des prêts bancaires et une hausse des émissions des obligations sécurisées.

Igor (2018) note que l'évaluation des effets des dispositifs monétaires non conventionnels, faite par les conférenciers du Jéco 2017, a confirmé leurs succès dans l'amélioration des conditions de financement et la relance de l'activité économique dans la zone euro. En effet, les anticipations des acteurs financiers, quant aux évolutions des taux d'intérêt à court terme, se sont progressivement aplaties, et les taux d'intérêt ont considérablement baissé sur tous les marchés financiers.

Meier (2009) a affirmé que le programme de l'assouplissement quantitatif entretenu par la Banque d'Angleterre (BoE) a donné les

résultats souhaités en termes d'amélioration des conditions de financement. En effet, à la suite de l'achat massif des titres par BoE, les prix des titres financiers ont augmenté, leurs rendements ont baissé (prime de risque et taux d'intérêt) et les conditions de liquidité sur les marchés du crédit privé se sont améliorées.

### **3- LA POLITIQUE DE FINANCEMENT NON CONVENTIONNEL EN ALGÉRIE : ARGUMENTS ET CONDUITE**

#### **3.1- Vulnérabilité des finances publiques suite au choc pétrolier de 2014**

En 2014, l'Algérie a connu une grave crise économique à la suite de la chute du prix du pétrole sur le marché mondial. Ce choc pétrolier a causé la contraction de l'investissement public et du taux de la croissance économique. En effet, le recul des recettes des hydrocarbures, qui représentaient près de 60% du total des recettes fiscales, s'est traduit par une baisse considérable des dépenses d'équipement à partir de 2015 (banque d'Algérie, 2015). Dans ce contexte, le Gouvernement algérien était contraint d'arrêter complètement plusieurs projets publics en cours de réalisation faute de financement. Les graphiques 1 et 2 explicitent que l'investissement public et la croissance économique suivent une même tendance baissière, durant la période entre 2014 et 2017. Cela démontre clairement le poids de la dépense gouvernementale dans la demande globale et son impact sur l'activité économique en Algérie.

A partir des données du tableau (1), l'impact négatif de la baisse du prix du pétrole sur les finances publiques en Algérie apparaît, durant la période 2014-2017. Les recettes budgétaires connaissent une forte érosion à cause de la baisse des recettes de la fiscalité pétrolière. Quant aux dépenses publiques, en particulier le budget d'équipement, elles témoignent d'une augmentation entre 2014 et 2015, malgré la chute des recettes fiscales. Cette hausse de la dépense publique durant cette période a été financée, particulièrement, par des prélèvements sur le stock d'épargne financière dans le fond de régulation des recettes en dépôt à la Banque d'Algérie. En 2015, la dépense gouvernementale a considérablement baissé à cause du contrechoc pétrolier provoqué par

la chute du prix du baril à 51.3 dollars, alors qu'il était à 100.2 dollars en 2014 (banque d'Algérie, 2015).

Le déficit budgétaire était également élevé, notamment entre 2015 et 2016, à cause de l'amenuisement des recettes fiscales. Cependant, à partir de 2016, le déficit budgétaire a commencé à diminuer en raison de la politique d'austérité mise en œuvre par le Gouvernement, à travers la diminution des dépenses d'équipement. Pour l'année 2017, le solde budgétaire s'est également amélioré grâce, d'une part, à l'augmentation notable des recettes fiscales suite à la hausse significative du prix du pétrole et au versement de dividendes au Trésor public par la Banque d'Algérie et, d'autre part, à la quasi stabilité des dépenses publiques. Il est à noter que la légère hausse des dépenses publiques en 2017 est due totalement à la hausse des dépenses de gestion. De même, contrairement aux années précédentes, le déficit budgétaire de 2017 a été financé par le dernier prélèvement sur le fonds de régulation des recettes, désormais épuisé, et des financements bancaires obtenus de la Banque d'Algérie dans le cadre du financement non conventionnel (Banque d'Algérie, 2017).

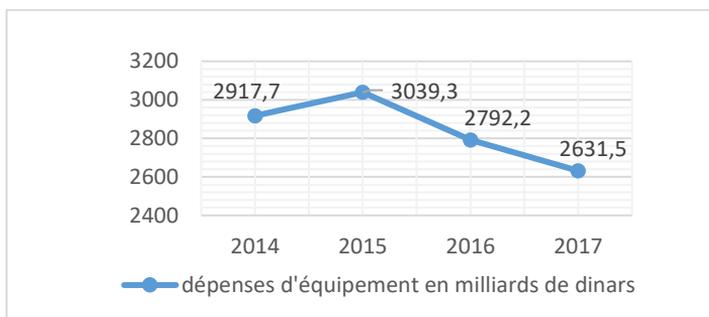
**Tableau 1.** Les évolutions des finances publiques entre 2014-2017

Années	2014	2015	2016	2017
Dépenses budgétaires (en milliards de dinars)	6980.2	7656.3	7383.6	7389.3
Dépenses d'équipement (en milliards de dinars)	2914.7	3039.3	2792.2	2631.5
Recettes budgétaires (en milliards de dinars)	5 719,0	5 103,1	5 042,2	6 182,8
Fiscalité pétrolière (en milliards de dinars)	3 388,3	2 373,5	1 781,6	2 372,5
Variation des Recettes budgétaires	- 4%	- 11.1%	- 25%	+ 21%
Variation des Dépenses budgétaires	+15.9%	+9.4%	-3.6%	+1.3%
Recettes budgétaires (en % du PIB)	33.2%	30.8%	29%	32.7%
Dépenses budgétaires (en % du PIB)	40.6%	46.1%	43.4%	39.1%

Déficit budgétaire (en % du PIB)	7.3%	15.4%	13.5%	6.4%
----------------------------------	------	-------	-------	------

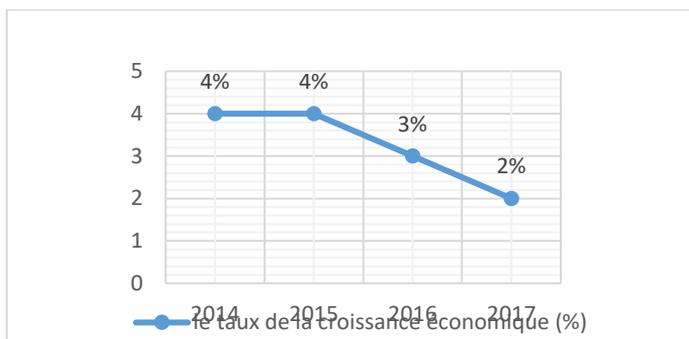
Sources : données extraites des rapports de la Banque d'Algérie entre 2014 et 2017

**Figure 1.** L'évolution de l'investissement public en Algérie entre 2014-2017



Sources : données extraites des rapports de la Banque d'Algérie entre 2014 et 2017.

**Figure 2.** Trajectoire de la croissance économique en Algérie entre 2014-2017



Sources : données extraites des rapports de la Banque d'Algérie entre 2014 et 2017.

### 3.2- Baisse de la liquidité bancaire suite au choc pétrolier de 2014

Par ailleurs, le choc pétrolier de 2014 a eu aussi un impact négatif sur le niveau de la liquidité dans le système bancaire. L'analyse des composantes de la masse monétaire au sens M2 à savoir les dépôts à

vue, les dépôts à terme, la part de la monnaie fiduciaire dans M2 et les crédits accordés à l'économie, fournit une vue d'ensemble sur les besoins des banques en liquidité, durant la période qui a suivi le choc pétrolier et avant la date de la mise en œuvre de la planche à billets (2014-2017).

Pour l'année 2015, les dépôts à vue dans le système bancaire ont diminué de 12.2%. Néanmoins, l'encours des dépôts à terme a augmenté de 8.8%, malgré la baisse des dépôts à terme du secteur des hydrocarbures de 9.9%. En fait, cette augmentation des dépôts à terme est provoquée par la hausse des dépôts à terme des secteurs hors hydrocarbures de 10.3%. Toutefois, au total, l'encours de l'ensemble de dépôts à vue et à terme collectés par les banques commerciales a baissé de 2.15% par rapport à 2014, en raison de la baisse de la somme des dépôts à vue et des dépôts à terme des entreprises du secteur des hydrocarbures de 41.1%. Quant à la monnaie fiduciaire, c'est-à-dire la monnaie circulant hors du système bancaire, elle a augmenté de 12.3% en 2015. Sa part dans M2 est passée de 26.7% en 2014 à 30% en 2015 (Banque d'Algérie, 2015).

En 2016, les dépôts à vue dans le système bancaire ont diminué de 4.2%. Cependant, contrairement à l'année précédente, cette baisse est engendrée principalement par le recul des dépôts à vue des entreprises publiques des secteurs hors hydrocarbures de l'ordre de 8.4%. Quant aux dépôts à terme, ils ont baissé de 0.81%, contrairement à l'année 2015 où ils ont enregistré une augmentation de 8.8% (Banque d'Algérie, 2016). Cette baisse, quoique légère, revient essentiellement à la baisse des dépôts des entreprises publiques. La monnaie fiduciaire à son tour a augmenté de 9.5% en 2016 (Banque d'Algérie, 2017). Sa part dans M2 est passée de 30% en 2015 à 32.6% en 2016 (Banque d'Algérie, 2016).

En 2017, les dépôts à vue et les dépôts à terme dans le système bancaire ont enregistré une hausse de 20.1% et 6.8% respectivement (Banque d'Algérie, 2017). Cette hausse s'explique essentiellement par l'augmentation des dépôts à vue, notamment, de l'entreprise nationale des hydrocarbures SONATRACH à la suite du remboursement du Trésor public d'une partie de sa dette à l'égard de cette dernière, après la mise en œuvre du programme de financement non conventionnel.

Ainsi, les dépôts des entreprises économiques publiques et privées ont augmenté durant l'année 2017 d'environ 10.4% et 2.6% respectivement. De même, la hausse des dépôts bancaires est compensée par une baisse sensible de la circulation de la monnaie fiduciaire qui n'a augmenté que 4.9%, contre 9.5% en 2016. Sa part dans M2 a diminué à 31.5% contre 32.6% en 2016 (Banque d'Algérie, 2016).

Quant aux crédits accordés à l'économie, malgré la diminution des ressources financières des banques, le rythme du financement de l'économie se maintenait remarquablement. Le ratio crédits bancaires rapporté aux dépôts collectés en dinars était en nette progression passant de 74.7% à fin 2014 à 83.7% à fin 2015, puis à 92.5% à fin 2016 (banque d'Algérie, 2017a). Cette tendance à la hausse souligne, en revanche, une diminution des ressources financières des banques par rapport aux crédits distribués à l'économie. Concernant les bénéficiaires des crédits bancaires, les grandes entreprises viennent en tête, notamment celles publiques et mixtes, suivies par les PME et les PMI.

La croissance importante des crédits accordés à l'économie, combinée à une diminution des ressources financières, a entraîné une énorme pénurie de liquidités monétaires pour les banques commerciales. La liquidité bancaire a fortement diminué entre la période 2014 et 2017, passant, de 2731 milliards de dinars à fin décembre 2014, à 1833 milliards de dinars à fin décembre 2015, puis à 820.9 milliards de dinars à fin décembre 2016 pour atteindre 482.4 milliards de dinars à fin Octobre 2017. Cette situation a nécessité l'intervention urgente de la Banque d'Algérie qui a décidé de redynamiser le marché interbancaire à partir de 2016 pour apporter une assistance aux banques en matière de liquidité (Banque d'Algérie, 2017a).

A cet égard, la Banque d'Algérie a promulgué trois instructions, à savoir, l'instruction n°02-2016 portant sur le réescompte, l'instruction n°06-2016 sur les opérations d'Open Market et l'instruction n°07-2016 sur la facilité de prêt marginal. En ce qui concerne ces deux dernières instructions, les opérations d'Open Market permettent à la Banque d'Algérie de piloter le taux d'intérêt directeur de telle sorte à agir sur la liquidité bancaire. Quant à la facilité de prêt marginal, elle permet aux banques commerciales de satisfaire leurs besoins ponctuels de

trésorerie auprès de la Banque d'Algérie (banque d'Algérie, 2017a). En outre, pour renforcer davantage le niveau de la liquidité dans le système bancaire, le comité des opérations de politique monétaire (COPM) de la Banque d'Algérie a procédé à la réduction du taux des réserves obligatoires à 8% en 2016, après qu'il était à 12% en 2015, puis à 4% en 2017 (Banque d'Algérie 2017b).

### **3.3- Vers une politique monétaire plus accommodante : le programme de « la planche à billets »**

Alors que la crise de liquidité s'intensifiait, le gouvernement algérien commençait à chercher des solutions économiques pour fournir les fonds nécessaires au financement de l'économie. Ici, il convient de noter que, le gouvernement algérien excluait catégoriquement le recours à l'endettement externe. En 2016, les experts économiques préconisaient le financement obligataire. En fonction des conditions économiques, ils recommandaient un taux d'intérêt de 5% (Boucekkine et al. 2016). Ce taux d'intérêt sera la meilleure opportunité pour ceux qui cherchent à investir leurs fonds pour diverses raisons, (1) il est au-dessus des rendements des entreprises cotées à la Bourse d'Alger, (2) il est au-dessus de ce qui est proposé sur le marché bancaire pour la rémunération des dépôts à terme où le taux d'intérêt varie entre 2 et 3%, (3) il est au-dessus des rendements des investissements en immobiliers et (4) il est au-dessus du taux d'inflation qui était de 4.8% en janvier 2016 et également au-dessus de la moyenne de l'inflation annuelle sur la période 2001-2015 qui était de 4%. Cependant, le Gouvernement avait des craintes vis-à-vis de ce type de financement, étant donné le risque élevé d'éviction et d'inflation (voir Boucekkine et al, 2016).

En 2017, le Gouvernement algérien a décidé définitivement de recourir au financement non conventionnel. En fait, cette décision est due principalement à la suggestion des deux experts, qui appartenaient à la « task force » installée auprès de la primature, à savoir Boucekkine et Meddahi. Dans une note intitulée « le financement de l'économie : écueils et solutions possibles », les deux experts recommandaient, avec

insistance, le recours à la planche à billet pour faciliter le financement des investissements (Banque d'Algérie 2021).

Ici, il convient de noter que, la Banque d'Algérie a explicitement refusé de recourir à ce type de financement, lorsqu'elle a reçu la demande du Gouvernement à cet égard, pour les causes suivantes :

- ce mode de financement peut déclencher une forte inflation et une dégradation significative de la valeur de la monnaie ;
- la conjoncture économique en Algérie diffère largement de celles des pays cités dans la note des experts, à savoir les Etats-Unis, l'Europe et le Japon, pour légitimer l'application de la politique du financement non conventionnel ;
- les outils traditionnels de la politique monétaire, en l'occurrence l'open market et le réescompte, n'étaient pas encore totalement épuisés ;
- le taux d'intérêt directeur était bien au-dessus de zéro ;
- l'instrument monétaire « réserves obligatoires » n'était pas encore exploité ;
- la Banque d'Algérie ne peut pas intervenir directement sur le marché primaire des émissions d'obligation du Trésor, via des opérations de quantitative easing.

Toutefois, le Gouvernement a pu obtenir l'approbation du Parlement pour amender la loi sur la monnaie et le crédit pour mettre en œuvre le financement monétaire. Donc, en vue d'actionner la planche à billets, le Gouvernement a introduit « l'article 45 bis » qui stipule que la Banque d'Algérie procède, de manière exceptionnelle pour une durée de 5 ans, à l'achat direct des titres émis par le Trésor public, dont les fonds seront utilisés pour couvrir ses besoins de financement, acquitter la dette publique interne et financer le Fonds National d'Investissement (FNI) (Banque d'Algérie, 2017C). Cependant, cet article n'a pas déterminé le montant que la Banque d'Algérie doit mettre à la disposition du Trésor public. En fait, il n'a fixé que la période de mobilisation des fonds qui va durer 5 ans.

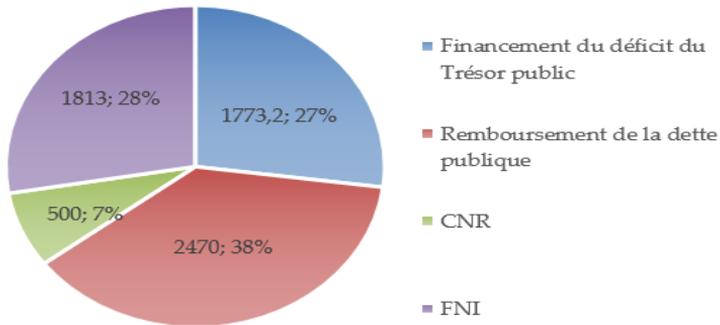
D'après la note de la Banque d'Algérie sur le déroulement du financement non conventionnel (Banque d'Algérie 2021), le montant de l'argent mobilisé par le Trésor public auprès de la Banque d'Algérie au

titre du programme de la planche à billets était de 6.556,2 milliards de dinars.

Le graphique 3 montre la répartition de l'encours de la planche à billets selon les besoins des institutions de l'Etat (Banque d'Algérie 2021). Un montant de 2470 milliards de dinars, soit 30% de l'encours, a été alloué pour combler le déficit du Trésor relatif aux années 2017, 2018 et une partie de 2019. 1813 milliards de dinars, soit 28% de l'encours, ont été provisionnés pour rembourser la dette des deux grandes entreprises publiques, en l'occurrence Sonatrach et Sonelgaz, et le reversement de l'emprunt obligataire pour la croissance. Un montant de 1773.2 milliards de dinars, soit 27% de l'encours, a été accordé au Fonds National d'investissement pour financer les grands projets, entre autres le programme de logements AADL, et le financement du déficit de la Caisse Nationale de Retraite (CNR). 500 milliards de dinars, soit 7% de l'encours ont été attribués à la Caisse Nationale de Retraite (CNR) pour acquitter sa dette vis-à-vis la Caisse Nationale des Assurances Sociales (CNAS). Donc, il apparaît clairement que la répartition de l'encours a été effectuée selon ce que prévoit l'article 45 bis.

La Banque d'Algérie a commencé à appliquer le financement non conventionnel à partir de la mi-novembre 2017 jusqu'à la fin janvier 2019. Au titre de ce programme de financement, un montant de 6.556,2 milliards de dinars a été mis à la disposition du Trésor public. Néanmoins, la Banque d'Algérie a noté ultérieurement que près de 50% seulement, du montant de l'encours ont été utilisés. En fait, l'argent réellement injecté dans l'économie n'est que de 3.114,4 mds (banque d'Algérie 2021).

Figure 3. Répartition de l'encours de la planche à billets



Sources : données extraites du rapport de la Banque d'Algérie 2020

Avec le lancement du programme de financement non conventionnel, la Banque d'Algérie doit encore relever le défi d'assurer la stabilité des prix. A cette fin, la Banque d'Algérie a instauré des instruments monétaires appropriés pour stériliser l'excédent de liquidité induite par le financement monétaire. Les importantes mesures fixées par la Banque d'Algérie à cet effet sont les suivantes :

- a. L'exécution des opérations de reprise de liquidité. Il s'agit de dépôts à terme à sept jours détenus par les établissements de crédit auprès de la Banque d'Algérie. Ces opérations ont débuté en janvier 2018 et elles s'effectuent par adjudication. Les montants à absorber (c.-à-d. les dépôts à terme) sont fixés par la Banque d'Algérie avec un taux d'intérêt variable qui peut à la limite être proche du taux d'intérêt directeur.
- b. La révision à la hausse du taux de la réserve obligatoire. La Banque d'Algérie a relevé le taux de la réserve obligatoire en le portant à 8 % (en janvier 2018), puis à 10% (en mai 2018).
- c. La hausse du taux d'intérêt interbancaire. Les deux opérations précédentes ont conduit à une augmentation du taux d'intérêt sur le marché interbancaire à sept jours. Ce dernier s'est stabilisé à environ 2.5% et s'est bien aligné sur le taux d'intérêt directeur.
- d. Un « cantonnement partiel » de la liquidité par le biais d'une action bilatérale. En février 2019, la Banque d'Algérie a révisé à la hausse le taux de la réserve obligatoire à 12%. Cette décision intervient dans

le sillage de l'augmentation de la liquidité bancaire résultant de facteurs autonomes, suite aux évolutions macroéconomiques et monétaires durant cette période.

La Banque d'Algérie a déclaré que le taux d'inflation durant la période allant de 2017 jusqu'à janvier 2019 s'est développé de manière contrôlée. Mesurée par l'indice des prix à la consommation, l'inflation annuelle moyenne est passée de 5,6 % en 2017, à 4,3 % en 2018 et à 4,1 % en février 2019 (banque d'Algérie 2021).

Quant à l'impact du financement non conventionnel sur l'activité économique en Algérie, les taux de la croissance économique après la mise en place du financement monétaire n'ont pas augmenté, et ont même été inférieurs par rapport à leurs valeurs avant la mise en place de la planche à billets. En effet, la croissance économique en 2017, 2018 et 2019 a été respectivement de 1,3%, 1,1% et 1% (Banque mondiale). Cela signifie que le financement non conventionnel en Algérie n'a pas eu l'effet escompté sur la progression de la richesse, ce qui ne prouve pas le bien-fondé de la quatrième hypothèse.

L'absence d'effet du financement non conventionnel sur l'activité économique en Algérie, et qui semble être différent de ce qui a été observé aux États-Unis et dans les pays de la zone euro, revient à la non canalisation de cet argent vers les investissements créateurs de richesse, comme c'est le cas pour les pays susmentionnés. En effet, l'argent de la planche à billets a été utilisé pour couvrir une partie du déficit du budget et rembourser la dette du Trésor vis-à-vis des entreprises nationales (*voir section 3.3*). De plus, l'amélioration de la liquidité dans le système bancaire, à la suite au financement non conventionnel, n'a pas été réalisé par les mêmes mécanismes qu'aux États-Unis et dans les pays de la zone euro (*voir section 1*). En fait, l'augmentation de la liquidité a résulté de l'accroissement des dépôts de l'entreprise nationale des hydrocarbures SONATRACH (*voir section 3.2*).

Dans une récente étude, Merouani et Zourdani (2022) ont confirmé empiriquement, par la méthode de l'analyse en composantes principales (ACP), l'incapacité du financement non conventionnel à sous-tendre l'activité économique en Algérie. Les auteurs attribuent

l'inefficacité de ce financement à l'absence des réformes économiques et budgétaires structurelles qui devraient l'accompagner.

## CONCLUSION

Cette étude a porté sur l'importance des politiques monétaires non conventionnelles à stimuler la demande globale et relancer l'activité économique dans les pays de la zone euro et aux États-Unis. Après la crise financière de 2008, les politiques monétaires traditionnelles accommodantes se sont avérées incapables à accélérer la croissance économique et maintenir l'inflation à sa valeur cible, en raison du blocage de leurs canaux de transmissions à savoir *le canal du taux d'intérêt et le canal du crédit bancaire*. Les Policy-makers ont décidé, à cet égard, de mettre en œuvre de nouveaux dispositifs monétaires qualifiés de « *non-conventionnels* » pour injecter davantage de liquidité dans l'économie et par conséquent, accroître la production et l'inflation.

L'analyse de l'expérience de la Fed et de la BCE a permis d'identifier les formes de politiques monétaires non conventionnelles suivantes : *l'assouplissement quantitatif, l'assouplissement qualitatif, les refinancements à long terme ciblés (TLTRO), la politique des taux d'intérêt négatifs et le guidage des anticipations*. Ces politiques ont permis d'améliorer la liquidité monétaire dans les banques et les marchés. En conséquence, la demande globale s'est épanouie, ce qui a entraîné une augmentation de l'activité économique et de l'inflation. L'effet des politiques monétaires non conventionnelles est transmis à l'économie réelle via les mécanismes suivants : *le canal de liquidité, le canal de duration, le canal de rééquilibrage des portefeuilles, le canal de signal et le canal de la prise de risque*. Ce résultat consolide la validité de la première et de la deuxième hypothèse énoncées dans l'introduction.

Cette étude s'est également intéressée à la politique de financement non conventionnel adoptée par le Gouvernement algérien à la fin de l'année 2017, pour faire face au ralentissement de l'activité économique provoqué par les deux chocs pétroliers de 2014 et 2015. A cet effet, nous avons mis en relief les éléments suivants : les motifs justifiant le recours à ce financement, sa conduite et les instruments monétaires mis en

place par la Banque d'Algérie pour absorber l'excédent de liquidité, induit par le financement monétaire, et maîtriser l'inflation.

Le montant de l'argent mis à la disposition du Trésor public, par la Banque d'Algérie, au titre du programme du financement non conventionnel s'élevait à 6.556,2 milliards de dinars. Néanmoins, la Banque d'Algérie a déclaré ultérieurement que l'argent effectivement utilisé par le Trésor public ne représente qu'environ 50% de l'encours de la planche à billets. A partir de 2018, la Banque d'Algérie a mis en place un ensemble de mesures monétaires, pour stériliser l'excédent de liquidité induite par le financement monétaire, afin d'assurer la stabilité des prix. Force est de noter qu'au début, la Banque d'Algérie a refusé de recourir à ce type de financement, car elle considérait que la situation économique de l'Algérie n'est pas comparable à celle des pays qui ont eu recours au financement non conventionnel comme les Etats-Unis et les pays de la zone euro.

Le financement non conventionnel a permis d'atténuer le déséquilibre des finances publiques. En effet, un montant de 2470 milliards de dinars, soit 30% de l'encours, a été destiné pour combler le déficit du Trésor relatif aux années 2017, 2018 et une partie de 2019 (Banque d'Algérie, 2021). De même, la liquidité bancaire est renforcée à la suite de la mise en œuvre du programme de financement non conventionnel. Selon la Banque d'Algérie (2017), les dépôts à vue et les dépôts à terme dans le système bancaire ont enregistré une hausse de 20.1% et 6.8%, respectivement. Cette hausse revient principalement à l'augmentation des dépôts, notamment à vue, de l'entreprise nationale des hydrocarbures SONATRACH, à la suite du remboursement du Trésor public d'une partie de sa dette à l'égard de cette entreprise, après qu'il a reçu l'argent de la Banque d'Algérie au titre du financement non conventionnel. Ces résultats confirment la validité de la troisième hypothèse énoncée dans l'introduction.

Toutefois, en ce qui concerne l'impact du financement non conventionnel sur l'activité économique, la croissance économique a enregistré une nette baisse durant la période de la planche à billets, passant de 1.3% en 2017 à 1% en 2019. Ces taux de croissance économique étaient encore plus faibles que leurs valeurs avant

l'introduction ce programme monétaire. Ce constat indique l'inefficacité du financement monétaire à booster la croissance économique en Algérie, ce qui ne prouve pas le bien-fondé de la quatrième hypothèse. Quant à l'inflation, la Banque d'Algérie a déclaré que son rythme pendant la période de la mise en œuvre du FNC a évolué de manière contrôlée.

### Références bibliographiques.

**Abbassi P., & Linzert T., (2012).** The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis. *Journal of Macroeconomics*, 34(4), 945-954.

**Adrian T., Kimbrough K. and Marchioni D., (2010).** The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility. *Federal Reserve Bank of New York*, Staff Report 423, January.

**Ait Cheikh M., & Fettahi I., (2017).** L'Impact des Politiques Monétaires Non Conventionnelles Sur la Courbe des Taux d'Intérêt : Cas de la Fed et de la BCE. *Revue d'Etudes en Management et Finance d'Organisation*, n°5.

**Aglietti M., (2005).** *Macroéconomie Financière ; Crises Financières et Régulation Monétaire*. 4<sup>ème</sup> Edition, Repères.

**Banque d'Algérie (2015).** *Evolution économique et monétaire en Algérie.*

<https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/rapportba2015/rapportba2015.pdf>

**Banque d'Algérie (2016).** *Evolution économique et monétaire en Algérie.*

<https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/rapportba2016/rapportba2016.pdf>

**Banque d'Algérie (2017).** *Evolution économique et monétaire en Algérie.*

<https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/rapportba2017/rapportba2017.pdf>

**Banque d'Algérie (2017a).** *Tendances monétaires et financières en 2015 et au cours des neuf premiers mois de 2016 et politiques de résilience et d'accompagnement en contexte de choc externe durable.*

[https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/interventiongouverneur\\_apn\\_janvier\\_2017\\_fr.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/interventiongouverneur_apn_janvier_2017_fr.pdf)

**Banque d'Algérie (2017b).** *Conduite de la politique Monétaire : Refinancement du système bancaire et du Trésor par la Banque d'Algérie une analyse rétrospective retrace le contexte du refinancement du système bancaire et de son évolution.*

[https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/note\\_politique\\_monetaire\\_refinancement.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/note_politique_monetaire_refinancement.pdf)

**Banque d’Algérie (2017C).** *Loi n°17-10 du 11 octobre 2017 complétant l’ordonnance n°03-11 du 26 aout 2003 relative à la monnaie et au crédit.*

<https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/loi1710.pdf>

**Banque d’Algérie (2021).** *Point de situation sur le financement non conventionnel.*

[https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/financement\\_non\\_conventionnel.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/financement_non_conventionnel.pdf)

**Boucekkine R., Chitour E., & Meddahi N., (2016).** *Face aux contre-chocs pétroliers : L’emprunt national est une urgence économique.*

[https://nourmeddahi.github.io/ELDjazair/BCM\\_Emprunt\\_National\\_Final\\_19mars2016.pdf](https://nourmeddahi.github.io/ELDjazair/BCM_Emprunt_National_Final_19mars2016.pdf)

**Banque de France (2019).** *Les politiques Monétaires Non Conventionnelles.* ABC de l’Economie.

**Beirne J., Dalitz L., Ejsing J., Grothe M., Manganelli S., Monar F., Sahel B., Susec M., Tapping, J., & Vong T., (2011).** *The Impact of the Eurosystem’s covered bond purchase programme on the primary and secondary markets.* *ECB Occasional Paper*, (122).

<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1646280>

**Blot C., Creel, J., Hubert, P., & Labondance F., (2015).** *Que peut-on attendre de l’assouplissement quantitatif de la BCE?* *Revue de l’OFCE*, (2), 265-290.

**Blot C., & Hubert P., (2016).** *Causes et Conséquences des Taux d’Intérêt Négatifs.* *Revue de l’OFCE*, n°148.

**Brana S., & Prat S., (2013).** *Politiques Monétaires Non Conventionnelles et Prix des Actifs dans les Pays Emergents.* *Revue Française d’Economie*, 4/Vol 28.

**Carré E., (2015).** *Les Politiques Monétaires Non Conventionnelles de la BCE : Théories et Pratiques.* *L’Economie Politique*, Vol. 2, n°66.

**CEPII (2015).** *L’économie mondiale 2016.* Paris : La Découverte.

**European Central Bank (2021).** *What are targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)?*

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tellme/html/tltro.en.html>

**Fleming M., Hrung W., and Keane F., (2010).** *Repo Market Effects of the Term Securities Lending Facility.* *American Economic Review*, 100(2).

**Igor K., (2018).** *L'Efficacité des Politiques Monétaires Non Conventionnelles. Idées économiques et sociales 2 (n°192).*

**Kanga D., (2017).** Quels sont les Enseignements des Politiques Monétaires Non Conventionnelles. *Revue Française d'Economie*, 2/Vol. 32.

**Meier A., (2009).** *Panacea, curse, or nonevent? Unconventional monetary policy in the United Kingdom.* IMF Working Paper n°09/163

**Merouani, C., & Zourdani S., (2022).** Les Effets Macroéconomiques Du Financement Non Conventionnel En Algérie. *Les Cahiers du Cread -Vol. 38 - n° 03 - 2022*

**Mishkin F., (2007).** *Monnaie, Banque et Marchés Financiers.* 8<sup>ème</sup> éd., Nouveaux Horizons.

**McAndrews J., Sarkar A., & Wang Z., (2017).** The effect of the term auction facility on the London interbank offered rate. *Journal of Banking & Finance*, 83, 135-152.

**Saurina J., (2008).** *Bâle II va-t-il prévenir ou aggraver les crises ? Finance & Développement.*