

## **Politique monétaire : transitivité et réciprocité des cycles boursiers et économiques**

**Pr .TAOULI Mustapha Kamel**

**mk\_taouli@yahoo.fr**

**BOUCHELIT Rym**

**fazilet2093@hotmail.fr**

**Resume :** Estimer les principales tendances économiques, revient à examiner les cycles boursiers et économiques. Pour ce faire, une attention particulière doit porter sur les indicateurs avancés et reculés de ces deux cycles. C'est pendant le décalage entre les premiers et les seconds qu'une synergie doit être de mise entre politique englobante (politique économique et politique monétaire) et politique englobée (politique budgétaire, politique fiscale, politique de l'emploi) dans le long terme.

**Mots clés :** cycle boursier, cycle économique, croissance économique, corrélation, PIB, capitalisation boursière.

**المخلص:** إن التقييم الحقيقي للتغيرات الاقتصادية يقوم على مبدأ دراسة الدورة الاقتصادية و البورصة حقيقة هذه الدراسة تقوم على اهتمام بنوعين من المؤشرات إحداهما متقدمة و أخرى متأخرة و الخاصة بهاتين الدورتين.

فمن منطلق الفرق ما بين المؤشرات الأولى و الثانية يتم وضع إستراتيجية تجتس ما بين السياسة الشاملة ( سياسة اقتصادية، سياسة نقدية ) و بـسياسة جزئية ( سياسة المالية، سياسة الضريبة، سياسة التشغيل )

**كلمات مفتاحية:** دورة البورصة، دورة اقتصادية، نمو اقتصادي.

### **Introduction :**

L'importance d'une bourse est en relation avec le poids économique du pays. Il est intéressant de comparer le volume de la capitalisation boursière nationale à la taille des économies correspondantes et ce, afin de situer l'importance du financement boursier par rapport au financement bancaire.

Afin de concrétiser cette démarche, le poids boursier peut être reflété en rapportant la capitalisation boursière au Produit National Brut.

Au début des années 80, nombreuses étaient les études qui ont privilégié cette relation (secteur financier – croissance économique).

L'objet de notre étude est de mettre en exergue les différentes manières de quantifier cette relation. Aussi nous nous sommes investis à étudier la transitivité entre l'élargissement des circuits financiers (mesurée par la capitalisation boursière) et la croissance économique (observée et mesurée par la production intérieure brute- PIB). Cette étude, nous la ramenons à celle d'une dizaine de ratios illustrant la sensibilité de la croissance économique à celle de la croissance boursière ou inversement.

La capitalisation boursière comparée au total des investissements aussi bien dans l'espace que dans le temps évalue ce que représente une place boursière par rapport à une autre ; elle permet également d'apprécier l'évolution d'une même place à deux périodes différentes. Par ailleurs la capitalisation boursière ramenée au produit national brut –PNB- permet d'indiquer le taux de présence de la bourse dans la culture financière de la population.

Aussi la capitalisation boursière d'un groupe de sociétés peut être ramenée à la capitalisation boursière totale, ce qui peut renseigner sur l'importance de la dispersion de la capitalisation boursière pendant une période.

La relation (transitive ou réciproque) entre l'importance de la bourse des valeurs et le poids dans l'économie nationale suscite à l'heure actuelle d'innombrables interrogations. Dans une autre perspective, le rapprochement de la capitalisation boursière aux données monétaires de l'économie permet de mesurer la liquidité et la profondeur du marché ; autrement dit, ces

paramètres se rapportent essentiellement aux coefficients d'intégration de ce marché avec l'ensemble des places internationales.

## **I - Les indicateurs de la croissance économique et de la croissance boursière**

### **1- Les indicateurs de la croissance économique**

Dans nos développements nous retiendrons essentiellement comme indicateur de la croissance économique la PIB car elle mesure le niveau de la production de biens et services au sein d'un pays aussi bien par les ménages que par les entreprises et à un degré moindre par les administrations.

Outre la PIB, la croissance économique peut être évaluée par la variation de la productivité du travail ou encore par celle du taux d'utilisation de la capacité industrielle. Une PIB par habitant serait beaucoup plus précise de par la prise en compte du niveau moyen des individus. Si la première joue un rôle dans la croissance économique en mettant en relief les relations entre le taux annuel moyen de la croissance de la PIB à différentes périodes et celui de la productivité moyenne du travail, la seconde mesure l'intensité avec laquelle les entreprises mettent à profit leur potentiel productif. Celui-ci résulte du rapport entre la production réelle et la production potentielle.

### **2- Les indicateurs de la croissance de la bourse**

#### **A- La taille, la liquidité et la profondeur du marché**

##### **a- la taille du marché : la capitalisation boursière**

L'importance d'une place boursière dépend de son impact sur l'économie du pays. Cet impact se mesure par un ensemble d'informations prises ensemble tels que le total du bilan, les effectifs, ou encore le nombre d'intermédiaires. Comme élément significatif contribuant à se forger une opinion sur une place boursière, nous retenons essentiellement la capitalisation boursière. Celle-ci se définit comme étant le cours d'un titre par le nombre de titres transigés pendant une bourse. En outre, elle renseigne sur l'importance du capital coté en bourse.

-Comparée dans l'espace, elle permet d'évaluer une place boursière par rapport à une autre.

-Comparée dans le temps, elle permet d'apprécier l'évolution de la même place à deux dates différentes (aujourd'hui par rapport à la veille ou par rapport à une année de base par exemple).

-Comparée au montant total des investissements, le ratio

$$\mathbf{R1 = capitalisation boursière / total des investissements nationaux}$$

renseigne sur la contribution de la place boursière au financement du développement.

-Comparé au Produit National Brut (PNB) le ratio

$$\mathbf{R2 = capitalisation boursière / PNB}$$

indique le taux de présence de la bourse dans la culture financière de la population.

-Comparée à la capitalisation boursière totale du groupe de sociétés les plus fortes dans l'économie,

$$\mathbf{R3 = capitalisations boursières des n plus grandes sociétés / capitalisation boursière totale}$$

renseigne sur l'importance de la dispersion de la capitalisation boursière.

R3, comparé lui-même au PIB,  $\mathbf{R4 = R3/PI}$  reflète l'importance des sociétés autochtones dans la croissance économique nationale.

$$\mathbf{R5 = Capitalisation boursière / PIB}$$

est un très bon indicateur de la contribution de la bourse à la croissance économique. La relation (transitive ou réciproque) entre l'importance de la bourse des valeurs et le poids dans l'économie nationale suscite à l'heure actuelle d'innombrables interrogations; nous y reviendrons.

Afin de situer le rôle de la bourse dans le système économique du pays et par voie de conséquence dans la croissance économique, il serait intéressant voire impératif de mettre en balance d'un côté la capitalisation boursière, d'un autre la croissance économique..

#### **b-la liquidité du marché**

A côté de la capitalisation boursière ou du volume transigé, d'autres paramètres peuvent être très utiles pour appréhender le développement du marché boursier. La liquidité du marché que l'on peut évaluer par le rapport R6.

**R6=valeur totale des transactions /PIB**

vient en complément de la taille du marché exprimée par le ratio R5.

**R7= volume des transactions / volume de la capitalisation boursière.**

Ce ratio complète les deux derniers dans l'analyse en ce sens qu'une place peut être d'une très grande taille mais totalement inactive (1).

#### **c-La profondeur du marché**

La profondeur du marché constitue une autre donnée de la liquidité ; elle indique la quantité des titres susceptibles d'être négociés au prix affiché sur le marché. En d'autres termes, la profondeur du marché mesure en fait l'influence qu'un ordre peut exercer sur le prix actuel du marché. Cette profondeur peut être approximée par **R8= M2/ PIB**

#### **B- La taille de l'intermédiation financière**

Les mesures du développement financier peuvent être élargies à quelques mesures de l'activité de l'intermédiation bancaire telles que :

- La taille de l'intermédiation financière qui est égale à :

**R9= liquidité du système financier / PIB**

-le degré d'allocation du crédit autorisé aux banques commerciales dans le cadre de la politique monétaire

**R10=crédits autorisés aux banques commerciales/PIB**

-L'importance des crédits bancaires exprimée par les ratios

**R11=allocation du crédit aux banques privées /crédits domestiques total**

et **R12 = crédit des entreprises privées / PIB.**

montrant dans la quasi-totalité des études qu'il existe une relation directe entre le niveau initial de développement financier et celui de la croissance économique.

#### **C- La densification et l'extension du système financier**

La densification et l'extension du système financier dans son ensemble se recouvrent en partie en ce sens que des circuits financiers de plus en plus denses engendrent un accroissement du PIB représenté par les actifs financiers ; l'extension des circuits financiers implique quant à elle une mise en place d'un nombre plus important et d'une variété plus étendue aussi bien d'acteurs que d'instruments financiers.

#### **II- la dichotomie bourse - croissance économique.**

L'analyse dichotomique bourse -croissance économique démontre, comme nous le verrons plus loin, une certaine relation de transitivité décalée dans le temps. En effet, les données boursières précèdent celles de l'économie d'environ un semestre. En d'autres termes, avant même qu'une croissance économique ne s'amorce, les indicateurs boursiers ont déjà affiché des tendances haussières.

A l'heure actuelle (2), par exemple le vert affiché par le quasi totalité des plus importantes places boursières mondiales permet de construire des anticipations de croissance économique mondiale à compter de la fin de l'année en cours. Néanmoins, cette transitivité entre la croissance boursière et la croissance économique peut se heurter parfois à des limites.



Autrement dit, doit-on se fier aveuglément à une remontée des indices boursiers correspondant certes à un véritable baromètre de la santé financière de l'économie dans son ensemble ? Le risque de la désillusion peut s'avérer de taille car les marchés peuvent réagir très mal à l'incertitude et c'est alors que se déclenchent la spéculation et les anticipations trop exagérées.

### III- cycles économiques et cycles boursiers

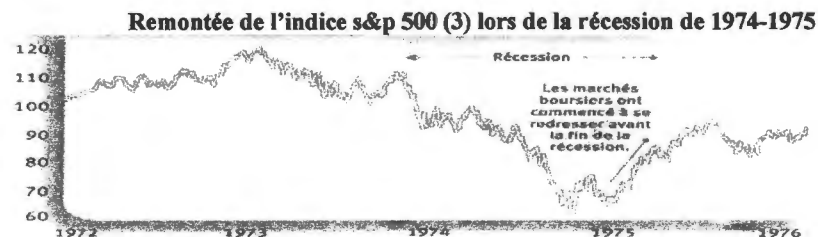
Les cycles boursiers sont en étroite liaison avec les cycles économiques. En effet, c'est la vigueur de l'économie qui engendre la croissance des bénéfices. Néanmoins, la santé de celle-ci est en décalage avec les cycles économiques. Les entreprises connaissent leurs meilleurs résultats en fin de phase d'expansion et en phase de surchauffe alors que le marché a déjà baissé. A contrario, les cours commencent à grimper en bas de cycle, alors que les entreprises sont en perte (valeurs cycliques) ou ont une croissance bénéficiaire faible. Après toute une demi-décennie de croissance économique (2002-2008) les entreprises mondiales sont malmenées dans une récession mondiale. Cependant hormis ces mauvaises performances économiques, les marchés boursiers peuvent présenter énormément d'opportunités pour acheter des titres à prix avantageux.

Cette dualité récession économique-attraction de certaines places boursières s'explique par l'existence d'une corrélation entre les cycles boursiers et les cycles économiques.

Afin de fonder leurs anticipations quant à l'estimation de l'ampleur de la croissance ou du recul de la prochaine étape du cycle économique les opérateurs s'appuient sur des indicateurs, dits avancés, puis se tournent vers d'autres, dits retardés, pour confirmer les derniers événements économiques. Les premiers ont tendance à s'accroître comme ce fut le cas en 2008, avant les grandeurs économiques (PIB, PNB par habitant, taux de chômage, taux d'intérêt), les seconds reflètent des événements économiques passés. Comme principaux indicateurs avancés nous retenons:

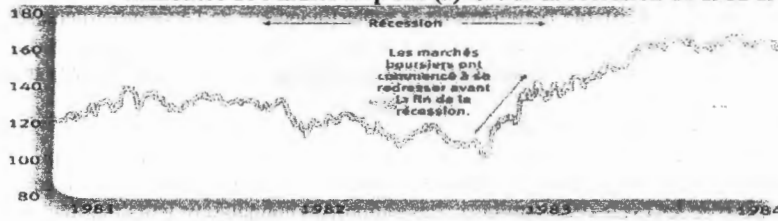
- l'indice de confiance publiée par « la conférence Board » (plus bas niveau en 2008 présageant un ralentissement économique devenant réalité tangible à la fin de l'année 2008).
- l'état des indices des marchés boursiers : enregistrant leur plus bas niveau au début de 2008, ils annoncent l'arrivée de la récession de la fin de 2008 également.
- comme indicateurs retardés nous retenons :
  - le taux de chômage pouvant atteindre des pics considérables.
  - la PIB pouvant enregistrer des chutes très importantes.
  - le taux d'intérêt très faible en période de récession économique et ce, afin de relancer les dépenses d'investissement des entreprises et de consommation des ménages.

Les trois, illustrations graphiques suivantes reflètent les liens entre les indices avancés et les indices retardés.



source : [www.Bigcharts.com](http://www.Bigcharts.com)

### Remontée de l'indice s&p 500 (3) lors de la récession de 1981 1983



Source : [www.Bigcharts.com](http://www.Bigcharts.com)

### Remontée de l'indice s&p 500 (3) lors de la récession de 2007-2010



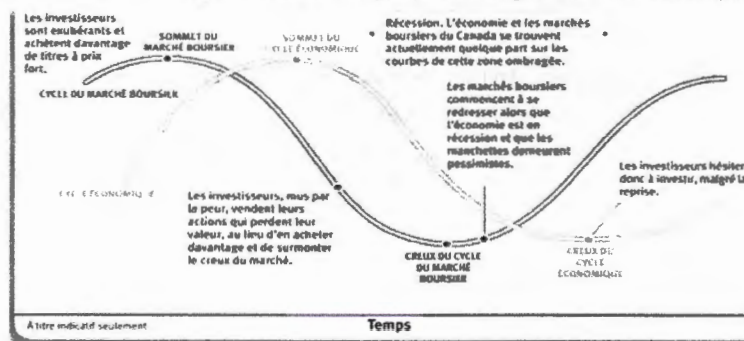
En effet, après la récession du mi-décembre 70, de celle du début de 80 et de la fin de 2009, les marchés boursiers n'ont commencé à se redresser qu'après le creux de décembre 74 pour la première illustration d'août 82 pour la seconde et de janvier 2010 pour la troisième. Les croissances économiques des trois illustrations n'ont montré des signes de reprise économique qu'à partir d'avril 75 (premier graphique), de décembre 82 (deuxième graphique) et de juin 2010 (troisième graphique).

Les croissances économiques des trois illustrations n'ont montré des signes de reprise économique qu'à partir d'avril 75 (premier graphique), de décembre 82 (deuxième graphique) et de juin 2010 (troisième graphique).

#### IV- marché boursier et économie : la corrélation

C'est pendant ce décalage entre la reprise boursière et la reprise de la croissance économique qu'une synergie entre politique monétaire, politique budgétaire, politique fiscale à court et moyen terme doit avoir lieu.

#### Cycle boursier et cycle économique : la corrélation (3)



Source : [www.Bigcharts.com](http://www.Bigcharts.com)

En effet, l'application d'une politique fiscale incitative accompagnée d'une politique monétaire s'appuyant sur une réduction du taux d'intérêt (ce qui rend le crédit moins cher) et sur une croissance de la masse monétaire (ce qui favorise les dépenses de l'État créatives d'emplois), anticiperait le moment de la reprise.

En dehors des données statistiques, une politique économique englobante (politique monétaire, politique budgétaire, politique fiscale, politique de l'emploi etc.) doit prendre en ligne de compte cette différence entre les cycles boursiers (indices avancés) et les cycles économiques (indices retardés) et doit comprendre et évaluer les décalages de l'une par rapport à l'autre d'où l'importance de fixation dans le long terme.

Cette contribution des marchés financiers à la croissance économique s'opère via l'impact de ces marchés sur la finance de l'entreprise. En effet, bien orientés, les marchés financiers favorisent l'allocation des investissements vers des secteurs prioritaires généralement les plus productifs.

#### V- Liens de causalité et résultats de quelques études empiriques

##### 1- Liens de causalité

Les liens de causalité reliant la croissance des marchés financiers à la croissance économique ne sont pas démontrés dans tous les cas. En effet, ces marchés financiers ne peuvent croître que s'ils reflètent un tissu industriel dense. Néanmoins, la quasi-totalité des analyses corrélationnelles reflètent une étroite relation entre la capitalisation boursière et le PIB par habitant. Il en est de même pour le volume des transactions et la valeur des titres transigés.

En Algérie, une telle étude de corrélation ne peut être réalisée de par l'insignifiance de son marché financier. En effet, en Algérie, les rapports

**R5 = Capitalisation boursière/PIB** sont totalement négligeables (4).

$$II_{2001} = \frac{533.200.000,00}{4.222.100.000.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2002} = \frac{81.949.865,00}{4.500.100.000.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2003} = \frac{17.257.700,00}{4.500.100.000.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2004} = \frac{8.432.615,00}{6.380.100.000.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2005} = \frac{4.188.200,00}{149.391.910,00} = \epsilon$$

$$II_{2006} = \frac{7.680.110.000.000,00}{8.796.470.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2007} = \frac{960.417.115,00}{12.840.000.000.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2008} = \frac{1.218.511.505,00}{12.840.000.000.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2009} = \frac{\quad}{105.560.000.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2010} = \frac{968.675.832,00}{108.680.000.000,00} = \epsilon$$

$$II_{2011} = \frac{1.318.613.750,}{12.285.720,00} = \epsilon$$

$$II_{2012} = \frac{1.020.887.620,00}{1.126.988.878,00} = \epsilon$$

$$II_{2013} = \frac{1.726.322.726,00}{1.624.722.736,00} = \epsilon$$

- ❖ L'ensemble de ces indicées  $II_{99}$  jusqu'à  $II_{2013}$ , demeurent très voisins de 0 ; ce qui nous autorise à affirmer l'insignifiance du marché financier dans le financement de l'économie. Comme seconde indice, nous pouvons ramener la valeur transigée en bourse au volume de la masse monétaire.

Valeur transigée / Masse monétaire

Cet indice reflète la mesure du volume relatif du marché des titres financiers par rapport à l'ensemble des instruments monétaires.

Pour les quatre derniers mois de 1999 et pour les années 2011 jusqu'à 2013 nous avons (4) :

$$I2_{99} = \frac{108.079.690,00}{1.468.360.000.000,00} = \epsilon$$

$$I2_{2011} = \frac{720.039.160,00}{1.659.000.000.000,00} = \epsilon$$

$$I2_{2012} = \frac{533.200.000,00}{2.071.800.000.000,00} = \epsilon$$

$$I2_{2013} = \frac{81.949.985,00}{2.226.800.000.000,00} = \epsilon$$

Supérieurs à 2 sur les places bancaires des pays avancés, ces indices restent insignifiants à travers les trois années.

$I1$  et  $I2$  demeurent négligeables. Ils le sont restés jusqu'à 2013 et ils le resteront pour longtemps lorsque l'on considère les obstacles à l'introduction à la bourse d'Alger.

Par ailleurs, un test de causalité au sens de Granger affine les résultats précédents en mettant en évidence lequel des deux indicateurs entre la capitalisation boursière et le PIB par habitant est entraînant sur l'autre ?



Ce test a montré dans la quasi-totalité des études, un effet entraînant de la croissance de la capitalisation boursière sur celle de la croissance économique avec une ou deux périodes de retard. (environ six mois entre le cycle avancé et le cycle retardé).

## **2-Résultats de quelques études empiriques**

Pour la première fois en 1969, Goldsmith a mis en relation la variation des actifs financiers / la PIB et conclu d'une corrélation positive avec la croissance économique. Depuis les années 90 la croissance économique fulgurante des pays émergents en témoigne de l'importance de leurs marchés financiers dans l'allocation des ressources.

En 1992, les travaux de Demirguç-Kunt et de Lavigne (5) relèvent de trois types d'indicateurs permettant de juger de l'importance des marchés financiers sur la croissance économique.

Les conclusions positives de ces auteurs concernant les places boursières sur la croissance économique ont permis à Atje et Jovanovic de corréler le ratio

**valeur des titres échangés / PIB** pour 40 pays durant la décennie 80-88 (6).

Cette corrélation positive et significative a ensuite été vérifiée en 1995 par Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang pour 18 pays de l'OCDE.

-- en 1997 les travaux d'Aristis et Dametriades portant sur l'Allemagne et les États-Unis aboutissent aux mêmes conclusions concernant la corrélation positive et significative entre la capitalisation boursière et la croissance économique.

### **Conclusion :**

Cette étude nous a permis d'appréhender un décalage entre la croissance économique (étude des différents cycles) et celle des données du marché financier. C'est pendant ce décalage entre reprise boursière et reprise de la croissance économique qu'une synergie entre politique monétaire, politique budgétaire, politique fiscale à court et moyen terme doit corroborer nos résultats. En définitive une politique économique englobante doit prendre en ligne de compte ce décalage entre les cycles boursiers (indices avancés) et les cycles économiques (indices retardés). Cette politique doit comprendre et évaluer ces décalages de l'une par rapport à l'autre d'où l'importance des politiques s'inscrivant dans le long terme.

L'application à l'économie algérienne montre que l'étude de la corrélation entre les données financières et les données économiques ne peut être réalisée de par l'insignifiante des premières. En effet l'ensemble de ces indices  $I_{1999}$  jusqu'à  $I_{2013}$ , demeurent très voisins de 0, ce qui nous autorise à affirmer l'insignifiante du marché financier dans le financement de l'économie.

Supérieurs à 2 sur les places bancaires des pays avancés, ces indices restent insignifiants à travers les sept années.  $I_1$  et  $I_2$  demeurent négligeables. Ils le sont restés jusqu'à 2013 et ils le resteront pour longtemps encore tant que l'introduction en bourse ne sera pas facilitée sur la place algéroise.

### **Renvois**

(1) Une deuxième mesure appelée têt de rotation en volume peut être prise en compte.

(2) Octobre 2013.

(3) L'indice S&P500 regroupe les 500 plus grandes entreprises américaines.

(4) Taouli M.k : cohérence du système productif et financier-cas de l'Algérie 1962-2004 thèse de doctorat d'Etat-2004/2005.

(5) Stock Market Develop and Financial Intermed : Stylized Facto P.19 et 20.

(6) Atje et Jovanovic Stock Market Development and Long-Run Growth p.28.



**Bibliographie:**

- Atje et Jovanovic « Stock Market Development and Long-Run Growth\_1997
- - Arestis et Dametriades « financial development and economic Growth : assenssing the evidence » 1997
- R. Barro, Les Facteurs de la croissance économique, Economica, Paris, 2000
- O. Blanchard & D. Cohen, Macroéconomie, Pearson Education France, 3<sup>e</sup> éd., Paris, 2004
- J.L.Cacomo : **croissance et développement durable**. Montréal, 2004 / No 141
- C. Jones, Théorie de la croissance endogène, De Boeck Université, Bruxelles, 2000
- Laroche, Lemoine, Millien, Prats et Zhang : croissance et marché financier. une approche empirique .Dunod.1995
- H. Lepage, Vive le Commerce, Dunod Paris 1982.
- R Levine, S Zervos, Stock Market Development and Long-Run Growth,1996
- J.P POLLIN polycopié macroéconomie et Systèmes financiers Orléans 2010
- Gilles Pouzin - L'Expansion 15/05/1997.
- Taouli Mustapha Kamel : Cohérence du système productif et financier-cas de l'Algérie 1962-2004-Thèse de doctorat d'Etat – 2004/2.