

Les déterminants du ciblage d'inflation au Maroc dans un contexte de flexibilisation progressive du régime de change

The determinants of inflation targeting in Morocco in a context of gradual flexibilization of the exchange rate regime

Laïla FETHALLAH, (Doctorante)

*Ecole Doctorale,
Groupe ISCAE, Maroc*

Adresse de correspondance :	Groupe ISCAE Adresse de l'établissement Ecole Doctorale Casablanca Code postal Téléphone :212 5 22 33 54 82 à 84
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	FETHALLAH, L. (2023). Les déterminants du ciblage d'inflation au Maroc dans un contexte de flexibilisation progressive du régime de change. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 4(3-1), 533-547. https://doi.org/10.5281/zenodo.8073793
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: May 20, 2023

Accepted: June 21, 2023

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 4, Issue 3-1 (2023)

Les déterminants du ciblage d'inflation au Maroc dans un contexte de flexibilisation progressive du régime de change

Résumé

Le ciblage d'inflation est une stratégie de politique monétaire qui a fait ses preuves et dont les mérites ont été reconnus aussi bien dans les pays industrialisés qu'au niveau des économies émergentes en matière de stabilisation des niveaux de prix, de baisse des niveaux et de volatilité de l'inflation et des anticipations d'inflation.

En effet, plus de trois décennies après la première adoption du ciblage d'inflation par la Nouvelle-Zélande, ce pionnier a été suivi par plusieurs pays développés tels que le Canada, le Royaume-Uni, l'Australie, la Suède, la Norvège ainsi que d'autres pays émergents tels qu'Israël, le Chili, la République-Tchèque, la Pologne ou plus récemment, l'Afrique du Sud, le Ghana, la Tanzanie et bien d'autres.

Hormis l'Espagne et la Finlande qui ont rejoint l'Union Monétaire européenne, aucun pays cibleur d'inflation n'a renoncé à cette stratégie de politique monétaire après l'avoir adoptée.

Le Maroc, dans le cadre de ses orientations stratégiques, a annoncé son engagement progressif et à long terme dans ce nouveau cadre de politique monétaire, et ce, depuis l'année 2005-2006.

Face à un contexte de crise de dette souveraine prolongée puis de crise sanitaire, de guerre en Ukraine, de crise géopolitique puis de crise énergétique et sanitaire, les chocs exogènes, sous différentes formes et différentes amplitudes, se sont multipliés pour freiner l'élan de réforme et de prise de décision.

Cet article vise à présenter et à débattre des déterminants du ciblage d'inflation au Maroc dans un contexte de flexibilisation progressive du régime de change.

Une première section visera à situer la politique monétaire parmi les différents instruments de politique économique à la disposition du pouvoir exécutif ; la deuxième section présentera succinctement les facteurs clés définissant un cadre de politique monétaire de ciblage d'inflation. La troisième partie récapitule les principaux déterminants repris par la littérature consistante en un ensemble de prérequis institutionnels, techniques et macroéconomiques et si le Maroc remplit ces préconditions pour une éventuelle adoption de ciblage d'inflation.

Mots clés : politique monétaire- ciblage d'inflation- transparence-crédibilité

Classification JEL : E31, O24.

Type de l'article : Article théorique

Abstract

Inflation targeting is no longer to be presented as it has proven its benefits both in industrial countries and emerging economies.

It's been three decades since its first adoption by New Zealand. This pioneer has been followed by several industrial economies: Canada, the United Kingdom, Australia, Sweden, and Norway, in addition to emerging markets such as Israel, Chile, the Czech Republic, Poland, and more recently, South Africa, Ghana, Tanzania, and many others.

We shall also point out that no inflation targeters gave upon this monetary policy strategy once officially announced its involvement in this process, except for Spain and Finland which did in order to join the European monetary Union.

Morocco, as part of its strategic orientations, has announced its gradual and long-term commitment to this new monetary policy framework since 2005-2006.

Faced with a prolonged sovereign debt crisis, followed by a health crisis, a war in Ukraine, a geopolitical crisis, and then an energy and health crisis, exogenous shocks, in various forms and magnitudes, have multiplied to slow down the momentum of reform and decision-making.

This article aims to present and discuss the determinants of inflation targeting in Morocco in the context of gradual flexibilization of the exchange rate regime and its possible impacts on macroeconomic indicators in our country.

The first section will aim to situate monetary policy among the various economic policy instruments available to the executive branch; the second section will briefly present the key factors defining a monetary policy framework for inflation targeting. The third section summarizes the main determinants identified in the literature as a set of institutional, technical, and macroeconomic prerequisites.

Keywords: Monetary policy – Inflation targeting- transparency -credibility

JEL Classification: E31, O24.

Paper type: Theoretical research

Introduction

Plus de trois décennies se sont écoulées depuis l'adoption du ciblage d'inflation et la problématique de l'inflation demeure toujours d'actualité, aujourd'hui plus qu'hier a fortiori au sein des pays émergents ou en voie de développement qui sont en quête de stabilité et de relance de la croissance suite à plusieurs chocs extrêmes consécutifs : la crise pandémique, la guerre en Ukraine, la flambée des prix et l'ensemble des pressions inflationnistes qui s'en sont suivies.

Face à cette situation, les banquiers centraux, la Réserve fédérale et la BCE en l'occurrence ont annoncé, respectivement en août 2020 et juillet 2021, la révision de leurs cibles d'inflation.

Dans sa révision, la Réserve fédérale n'a pas modifié à proprement parler sa cible d'inflation, qui se situe toujours au niveau de 2 %, mais a annoncé le passage d'une stratégie dite de ciblage d'inflation à une stratégie de ciblage d'inflation en moyenne.

Quant à la BCE, elle considère que sa mission primordiale de stabilité des prix consiste à maintenir l'inflation à un niveau égal à 2%. Pour rappel, selon ses précédentes annonces, l'objectif était d'atteindre une inflation « inférieure, mais proche » de 2 %.

Ces annonces ont eu pour effets consécutifs la baisse des anticipations d'inflation en zone euro et leur hausse aux États-Unis, reflétant ainsi la réaction des marchés financiers et des prévisionnistes professionnels trimestriellement interrogés sur leurs prévisions d'inflation, de croissance et de chômage à différents horizons.

S'en est suivie une vague de décisions de relèvement de taux directeurs de banques centrales au niveau mondial, postérieurement à la tenue de leurs comités de politique monétaire, en tentative de juguler l'inflation à travers les instruments conventionnels.

Dans le cadre de ses actions de réformes institutionnelles et macro-économiques, le Maroc a fait le choix de se lancer résolument dans la préparation du cadre adéquat à la mise en œuvre d'une stratégie de ciblage d'inflation, et ce, à compter de l'année 2005.

Parallèlement et concomitamment à cette décision, il a également opté pour un régime de flexibilité progressive du régime de change.

Le 15 janvier 2018, une première phase de ce processus a été enclenchée, ramenant ainsi la bande de fluctuation du dirham de +/- 0,3% à +/- 2,5% suivie du deuxième relèvement à +/- 5% en mars 2020 ; sachant que le panier de cotation du dirham marocain est constitué à hauteur de 60% d'Euro et 40% de dollar américain, reflétant ainsi plus fidèlement les quotes-parts des échanges avec nos partenaires commerciaux (contre 80% Euro – 20% USD auparavant).

Contrairement à plusieurs pays ayant pris la décision d'adopter le ciblage d'inflation suite à une crise de change ou pour faire face à une crise économique ou encore après avoir été urgé par les instances internationales pour pouvoir accéder au marché international de la dette, le Maroc a délibérément opté pour se lancer dans la préparation de cette stratégie de politique monétaire en situation d'équilibre de ses fondamentaux économiques, et ce, en consolidation de son programme de réformes institutionnelles, économiques et sociales.

Toutefois, il s'agit d'une décision qui tarde à voir le jour.

Lors de la conférence de presse du 20 décembre 2022, le gouverneur de la banque centrale a affirmé que les autorités internationales (la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International) n'ont pas urgé le Maroc vers une accélération de la flexibilisation de son régime de change.

Il a par ailleurs affirmé que les simulations opérées indiquent qu'il n'y pas de désalignement du dirham marocain « MAD » avec les fondamentaux économiques du pays.

Le présent papier s'inspire d'une revue de littérature narrative qui a porté sur les principaux auteurs reconnus en matière de ciblage d'inflation. Il s'agit pour la plupart de banquiers centraux et de chercheurs ayant collaboré avec les autorités monétaires autour de cette thématique (Batini, Bernanke, Friedman, Laxton, Mishkin, Svensson, Woodford...).

En effet, en matière de ciblage d'inflation, la pratique a précédé la science ; les connaissances y afférentes ont résulté de l'art de conduite de la politique monétaire.

Une première section visera à situer la politique monétaire parmi les différents instruments de politique économique à la disposition du pouvoir exécutif ; la deuxième section présentera succinctement les facteurs clés définissant un cadre de politique monétaire de ciblage d'inflation. La troisième partie récapitule les principaux déterminants repris par la littérature consistant en un ensemble de prérequis institutionnels, techniques et macroéconomiques et si le Maroc remplit ces préconditions pour une éventuelle adoption de ciblage d'inflation.

1. La politique monétaire en tant qu'instrument de politique économique

Il existe un consensus général quant aux objectifs assignés à la politique économique.

En effet, celle-ci vise à atteindre les principaux objectifs suivants : Une croissance économique durable et soutenue mesurée par le taux de croissance du PIB ; Le plein emploi et son corollaire, le taux de chômage ; La stabilité des prix, mesurée par la variation du niveau des prix, généralement l'indice des prix à la consommation ; Et les équilibres extérieurs, à savoir le niveau des exportations divisées par les importations.

Toute politique économique implique des choix stratégiques, induisant un coût et des moyens que l'État est prêt à mobiliser pour atteindre un ensemble d'objectifs ou résultats attendus.

Les politiques économiques sont soit d'ordre conjoncturel, visant à orienter l'activité économique à court terme (à horizon d'un an à 5 ans maximum), à travers les deux instruments essentiels suivants : La politique budgétaire et son corollaire, la politique fiscale ; La politique monétaire, associée à la politique de change.

À moyen et long terme, les politiques économiques sont dites structurelles. Elles agissent sur les institutions et les mécanismes institutionnels dans la durée, car elles nécessitent un travail de longue haleine.

La politique monétaire consiste en un ensemble d'instruments mis en œuvre par les autorités monétaires (en l'occurrence, la banque centrale « Bank Al Maghrib » pour le cas marocain) pour la régulation de l'activité économique et le maintien de la stabilité des prix¹.

Selon Tinbergen (1952), on ne peut mobiliser plus d'un instrument par objectif.

Sans préjudice de l'objectif primordial de stabilité des prix, fixé en concertation avec le ministre chargé des finances, la banque accomplit sa mission dans le cadre de la politique économique et financière du gouvernement.

Il peut s'agir d'instruments conventionnels pour piloter les taux d'intérêt à court terme, tels que les réserves obligatoires et les instruments de taux. Il s'agit des opérations d'open market, des mécanismes de refinancement des banques par la banque centrale à travers des facilités permanentes telles que les avances 24 heures ou les avances à 7 jours sur appel d'offres ou encore à travers les mécanismes de gestion des surliquidités à travers les facilités de dépôt à 24 heures ou encore les reprises de liquidités à 7 jours.

Il existe par ailleurs d'autres instruments conventionnels relevant de la gestion des devises tels que les swaps de change.

La banque centrale peut recourir également à d'autres instruments non-conventionnels, notamment dans le contexte de taux proches de zéro ou dans un contexte de surchauffe et de hausse d'inflation tel que le contexte actuel suite au renchérissement des matières premières, la guerre en Ukraine et la crise géopolitique et les incertitudes qui y sont rattachées. En effet, dans le contexte actuel, et malgré les hausses significatives et répétitives des taux directeurs de la

¹ Selon l'article 6 de la loi 76-03 portant statut de Bank Al Maghrib, dans le but d'assurer la stabilité des prix, la Banque arrête et met en œuvre les instruments de politique monétaire définis à l'article 25 (open market, opérations de pensions, avances 24h, avances 7 jours, facilités de dépôt, reprises de liquidités, swaps de change...).

banque centrale, l'effet de transmission monétaire à l'économie réelle et la baisse des prix tarde à venir, ce qui pousse les autorités monétaires à recourir aux instruments non-conventionnels tels que l'intervention sur le marché secondaire des bons du Trésor ou dans le cas de la BCE à racheter la dette des états en difficulté ou d'autres actifs financiers, appelé communément quantitative easing « QE » ou l'assouplissement quantitatif.

Or, l'assouplissement quantitatif mené par la BCE et la Federal Reserve étaient caractérisés par plusieurs caractéristiques que nous résumons comme suit :

(i) Le contexte d'intervention des autorités monétaires européennes et américaines fut caractérisé tout d'abord par un contexte de déflation marqué par des taux bas frôlant zéro sur une longue durée. Or, cette situation ne permet pas de procéder à une quelconque baisse de taux consécutive ;

(ii) Le QE a porté sur plusieurs catégories de titres, à savoir, les bons du Trésor (dettes souveraines), les obligations privées et les crédits hypothécaires.

(iii) L'assouplissement portait sur des maturités longues et avait pour objectifs d'agir à long terme sur les taux longs afin de les rétablir et pouvoir rétablir à fortiori les équilibres au niveau de la courbe des taux par rapport aux maturités de courtes et moyennes échéances.

Le contexte actuel est tout autre. Nous assistons à un contexte marqué par la montée des pressions inflationnistes.

La banque centrale a eu recours aux instruments conventionnels que sont les réserves obligatoires qui ont été ramenées à 0% et ont ainsi permis de libérer près de 5 milliards en moyenne de liquidité bancaire au niveau du secteur.

La deuxième mesure a consisté à procéder au relèvement du taux directeur respectivement en septembre puis en décembre 2022 de 50 points de base, de 1,5% à 2% puis de 2% à 2,5%.

La banque centrale a ensuite eu recours à une opération structurelle de rachat de bons du Trésor « dite d'open market ».

L'objectif recherché étant de rétablir la demande sur les adjudications des bons du Trésor pour les maturités courtes tout en rétablissant l'équilibre sur les taux y afférents et in fine, rétablir l'équilibre de la courbe des taux.

Bank Al Maghrib a ainsi recouru à ce type d'instruments pour la première fois dans son histoire, conformément à ses statuts, lors des interventions du 9 et 16 janvier 2023, comme annoncé dans sa conférence de presse consécutive à la dernière réunion de son Conseil, en procédant par adjudication à une opération structurelle de rachat de bons du Trésor sur le marché secondaire auprès des intermédiaires en valeurs du trésor, et ce, pour un encours de 16 MMDhs et d'un milliard de dirhams ; le plafond fixé pour ce type d'opérations étant de 25 milliards de dirhams. Cette action visait ainsi à rétablir les équilibres sur le marché suite au renversement de la courbe des taux et les niveaux atteints sur le marché des taux pour les courtes maturités, les bons du trésor à 52 semaines au maximum (1mois, 13 semaines, 26 semaines puis 52 semaines au maximum). À fin février 2023, les encours acquis ont atteint 16,8 milliards de dirhams.

2. Qu'est-ce que le ciblage d'inflation ?

Tout d'abord, il convient de signaler que le ciblage d'inflation relève plus de l'art des banquiers centraux ou l'art de la politique monétaire que de la science proprement dite en ce sens que la pratique a devancé la théorie.

En effet, le pionnier en la matière est la Nouvelle-Zélande qui a franchi le pas en implémentant cette stratégie de politique monétaire en 1990 (l'annonce ayant été faite plus précisément en décembre 1989) avant d'être suivie par le Canada en 1991 puis Israël, l'Australie et le Royaume-Uni. Un ensemble de pays émergents et en développement leur ont également emboîté le pas à la recherche d'un système d'ancrage monétaire avec tout ce que cela implique comme avantages et inconvénients.

Bernanke et al. (1999) affirment que le ciblage d'inflation est une stratégie de politique monétaire qui consiste en ce qui suit :

- (i) L'annonce publique d'objectifs quantitatifs de valeurs ou de fourchettes pour le taux d'inflation cible ainsi que l'horizon temporel visé ;
- (ii) La reconnaissance explicite que l'objectif principal de la politique monétaire consiste à atteindre et à assurer une inflation stable et faible, et ce, même en la présence d'objectifs subsidiaires visés ;
- (iii) Une politique claire de communication avec le public sur les plans et objectifs des autorités monétaires ou de la banque centrale ;
- (iv) Des mécanismes qui renforcent la responsabilité de la banque centrale d'atteindre ces objectifs.

Mishkin (2007) définit le ciblage d'inflation de la même manière à peu près que ses prédécesseurs et collègues, mais il ajoute à la définition susmentionnée un élément supplémentaire, à savoir que le ciblage d'inflation est une stratégie inclusive de l'inflation dans laquelle de nombreuses variables, et pas seulement, des agrégats monétaires ou le taux de change sont utilisés pour décider de la mise en place des instruments de politique monétaire. Il continue en disant que la liste des caractéristiques du ciblage d'inflation doit clarifier un point crucial. Elle implique bien plus qu'une annonce d'objectifs numériques d'inflation pour l'année à venir. C'est important dans le contexte de pays émergents, car nombre d'entre eux déclarent régulièrement des cibles ou des objectifs dans le cadre du plan économique ou la politique générale du gouvernement pour l'année à venir, et pourtant, leur stratégie de politique monétaire ne suit pas, ce qui nécessite la cohérence de la politique des autorités monétaires avec le gouvernement à travers sa politique économique générale afin de garantir la durabilité et la crédibilité des autorités monétaires à moyen et long termes et un ancrage des anticipations d'inflation, élément clé de succès de la stratégie de ciblage d'inflation.

On distingue le ciblage d'inflation complet « full fledged inflation targeting » du ciblage d'inflation flexible « flexible inflation targeting ».

En effet, certains pays ont démarré avec un minimum quant au respect des prérequis institutionnels et techniques et sont montés en compétence jusqu'au respect complet des exigences requises, tandis que d'autres ont attendu l'aboutissement complet du sous-bassement technique et institutionnel pour pouvoir mettre en œuvre leur stratégie de ciblage d'inflation.

Selon Svensson (1997), le cadre de ciblage complet d'inflation repose sur le principe selon lequel, compte tenu d'un objectif à long terme pour le taux d'inflation, les anticipations d'inflation de la banque centrale deviennent elles-mêmes une cible intermédiaire.

• **Avantages du ciblage d'inflation**

Le ciblage d'inflation s'inscrit dans le cadre d'une politique monétaire ayant pour objectif principal d'assurer et d'atteindre la stabilité des prix.

Celle-ci consiste à maintenir l'inflation de manière durable à un niveau stable et bas.

Elle permet ainsi de maintenir le pouvoir d'achat des ménages ; D'instaurer un climat de confiance pour les épargnants et les investisseurs, en leur procurant l'assurance quant à la stabilité de la valeur future de leur épargne ou de leur capital et de contribuer à assurer les conditions optimales de croissance économique.

Comme énoncé dans la déclaration commune du gouvernement et de la banque du Canada dans le cadre du renouvellement du mandat de celle-ci, le bien-être du citoyen est la meilleure contribution que puisse apporter la banque centrale à une économie stable et résiliente. Elle se traduit à travers la recherche d'un niveau bas et stable de l'inflation ainsi que les anticipations d'inflation y afférentes.

La revue de la littérature reconnaît ainsi au ciblage d'inflation comme le mérite de réduire le niveau et la volatilité de l'inflation ainsi que la volatilité des anticipations d'inflation.

En effet, les études convergent à démontrer la baisse du niveau et de la volatilité de l'inflation et des anticipations d'inflation dans les pays industrialisés et les économies émergentes ; l'effet étant plus accentué au niveau de ces derniers.

Le ciblage d'inflation a permis aux pays ayant adopté cette stratégie de politique monétaire de gagner en crédibilité de banque centrale, de transparence et en flexibilité, pour peu qu'elles bénéficient d'une indépendance de jure et de facto et qu'elle s'engage dans un processus d'ancrage des anticipations d'inflation et de transparence vis-à-vis du grand public et des opérateurs économiques et financiers Cf. Bernanke et al (1999), Batini & Laxton (2005), Roger et Stone (2005), Lin et Ye (2009), Aguir et al (2017) et Ravenna (2021).

Par contre, il n'existe aucun consensus quant à l'effet d'adoption de la stratégie de ciblage d'inflation en termes de croissance du PIB [Cf. Ball et Sheridan (2003)].

Dans le cadre des études empiriques, deux types d'approches ont été mobilisées pour évaluer les performances macroéconomiques du ciblage d'inflation.

La première s'appuie sur l'économétrie des séries temporelles (études économétriques sur données de panel) et consiste à évaluer dans quelle mesure l'adoption du ciblage d'inflation au sein d'un pays a affecté les performances macroéconomiques de ce dernier, en comparant les périodes pré-ciblage d'inflation et post-adoption.

Les indicateurs retenus dans les études précitées sont la croissance du PIB, l'inflation mesurée à travers l'IPC et les taux d'intérêt à court terme.

Les variables de contrôle retenues sont l'ouverture commerciale, mesurée par les exportations et importations par rapport au PIB, le solde budgétaire, le taux de change et le taux de chômage.

La seconde, moins usitée, vise quant à elle à comparer les performances macroéconomiques du ciblage d'inflation vis-à-vis de régimes monétaires alternatifs, tels que l'ancrage nominal par le change ou le ciblage des agrégats monétaires.

• **Limites du ciblage d'inflation**

En réalité, il serait plus judicieux de parler d'exigences que d'inconvénients.

En effet, à ce jour, aucun pays cibleur d'inflation n'a abandonné ce cadre de politique monétaire, hormis l'Espagne et la Finlande qui y ont mis fin pour rejoindre l'union monétaire européenne.

Selon Lucotte (2015), le ciblage d'inflation implique des exigences de transparence, de prévisions d'anticipations d'inflation, de communication avec le grand public et les marchés financiers ainsi qu'un ensemble de prérequis d'ordre institutionnels, techniques et économico-financiers.

3. Les prérequis de mise en place d'une stratégie de ciblage d'inflation

3.1. Les Prérequis institutionnels

3.1.1. Indépendance de la banque centrale :

On distingue l'indépendance de droit « de jure » de l'indépendance de fait « de facto ».

Arnove et al (2005) ont établi un indice basé sur la législation des banques centrales des pays de l'OCDE et pays émergents [à partir des méthodes de Grilli, Masciandro et Tabellini (1991) et à partir de l'indice de Cukierman et al (1992)]. Les critères d'évaluation de l'indépendance des banques centrales sont le taux de rotation des gouverneurs de banques centrales, les modalités de leur désignation et révocation ; la formulation de la politique monétaire ; les objectifs de banque centrale et les limitations légales mises en place dans les statuts ou règlements de la banque centrale au financement du secteur public et in fine à la monétisation de la dette publique.

Arnone et al (2005) relèvent une nette augmentation de l'autonomie de banques centrales, particulièrement au niveau des pays émergents. Ce processus s'est fait en 3 étapes consistant à établir les fondements de l'autonomie politique, à développer l'autonomie opérationnelle puis à acquérir plus d'autonomie politique en termes de formulation de sa politique et la désignation de ses cadres dirigeants.

L'autonomie décisionnelle quant à elle est rarement acquise ; les objectifs de politique monétaire étant fixés par le gouvernement.

À Maroc et s'agissant de l'indépendance de jure, et grâce à la réforme légale et réglementaire intervenue en 2006, les statuts de la banque centrale ont été refondus de manière à garantir et assurer son indépendance de manière soutenue par rapport au gouvernement et au pouvoir politique et exécutif pour les besoins de conduite de la politique monétaire, et ce, notamment à travers l'absence de prédominance budgétaire et la monétisation de la dette.

Cette indépendance a été actée à travers plusieurs facteurs :

3.1.2. Règles de bonne gouvernance de la Banque

L'indépendance de la banque est garantie à travers l'adoption de bonnes règles de gouvernance au sein de la banque. En effet, la banque est administrée par les organes d'administration et de direction suivants :

- Le conseil de la banque ;
- Le gouverneur, nommé par Dahir par le roi et reconnu pour ses compétences ;
- Le comité directeur (dont les membres sont nommés par le conseil sur proposition du Gouverneur).

Le conseil compte outre le Gouverneur et Directeur Général qui ont la qualité de membres exécutifs :

- Le directeur du trésor et des finances extérieures (DTFE), représentant ainsi le ministre des Finances. Dans le cadre des nouveaux statuts, et afin de garantir l'indépendance de la Banque, **le directeur de la DTFE ne prend pas part au vote pour les résolutions relatives à la conduite de la politique monétaire ;**
- 6 membres désignés par le Premier ministre, dont 3 sur proposition du Gouverneur, connus et reconnus pour leur mérite et compétence en matière monétaire, financière et économique et n'exerçant aucun mandat électif, aucune fonction de responsabilité dans les établissements de crédit ou à caractère financier ou dans l'administration publique.

Ces membres sont nommés pour une période de 6 ans. Leur mandat est renouvelable. S'agissant des 6 membres susmentionnés, tous les deux ans, deux membres sont sortants par tirage au sort pour la première et la deuxième sortie.

La banque centrale a connu par ailleurs au cours de la dernière décennie l'intégration d'administrateurs indépendants faisant partie du monde universitaire, du monde économique « la présidente de la confédération générale des entreprises du Maroc » et d'économistes.

Ceci dénote de la pluralité de représentativité des parties prenantes au sein de l'instance décisionnelle de la Banque centrale, et ce, par l'intégration des différentes parties prenantes concernées par l'action publique.

D'autre part, il faut rappeler que la banque centrale a procédé à la cession de toutes ses participations au sein des établissements de crédit et assimilés, et ce, suite à l'entrée en vigueur de ses nouveaux statuts.

L'indépendance de droit est également consacrée par l'interdiction à la banque centrale d'accorder des concours financiers à l'État (ou à toute entreprise ou établissement public), ni se porter garante d'engagements contractés par lui, que sous forme de facilité de caisse. Celle-ci est limitée à 5% des recettes fiscales réalisées au cours de l'année écoulée.

La durée totale d'utilisation de cette facilité ne peut dépasser 120 jours, consécutifs ou non, au cours d'une année budgétaire. Les montants effectivement utilisés au titre de cette facilité sont

rémunérés au taux de base de refinancement des banques commerciales auprès de la banque centrale.

Celle-ci se réserve le droit de suspendre cette facilité lorsqu'elle juge que la situation du marché monétaire le justifie.

Et enfin, il convient de préciser que le rapport annuel de la banque centrale fait l'objet de présentation à la plus haute autorité du pays, en la personne de Sa Majesté le roi, et ce, au plus tard dans les six mois consécutifs à l'arrêté des comptes par le Conseil de la Banque.

Il convient de noter également que les rapports d'autorités similaires telles que l'autorité nationale du renseignement financier « ANRF » ou encore l'autorité marocaine des marchés de capitaux « AMMC » font l'objet de présentation au chef du gouvernement.

Ceci garantit l'indépendance du gouverneur et de la banque centrale dans la prise de décisions et la conduite de ses missions fondamentales par rapport au pouvoir exécutif.

3.1.3. Reddition des comptes

Les comptes de la banque centrale font l'objet de contrôle par les différents organes de contrôle suivants :

- Le commissaire au gouvernement
- L'audit externe/ commissariat aux comptes : Les comptes de la banque centrale font l'objet de contrôle externe par un commissaire aux comptes chargé de l'audit annuel des comptes de la Banque, et ce, depuis l'exercice clos le 31 décembre 2008.
- La Cour des comptes.

D'autre part, la situation comptable est communiquée mensuellement au Conseil ainsi qu'au ministère des Finances et publiée au niveau du site institutionnel de la Banque. Les comptes de la Banque sont mis à la disposition du commissaire au gouvernement ainsi qu'éventuellement au contrôle de la Cour des comptes.

Sur un autre registre, le gouverneur de la banque centrale peut être appelé chaque fois que nécessaire à rencontrer les représentants des deux chambres du parlement, et ce, en vue de répondre à leurs questions écrites et orales afférentes à la conduite de la politique monétaire et aux différentes missions fondamentales de la banque centrale.

Il prend part également aux rencontres de la commission de Finances, de la planification et du développement économique de la chambre des représentants et de la chambre des conseillers avec le conseil d'administration du groupement professionnel des banques du Maroc.

3.1.4. Transparence et renforcement de la communication de la banque centrale

À compter de l'exercice 2006, Bank Al Maghrib procède à la publication du rapport trimestriel sur la politique monétaire.

Des réunions périodiques sont tenues avec les principaux opérateurs économiques, que ce soit le groupement professionnel des banques du Maroc, l'association professionnelle des sociétés de financement, l'association professionnelle des établissements de paiement ou encore l'association des institutions de microfinance.

Le gouverneur répond par ailleurs aux questions écrites et orales des deux chambres du Parlement par rapport aux sujets relatifs aux missions fondamentales de la banque centrale tournées vers l'intérêt général, que ce soit en matière de politique monétaire et de maintien de la stabilité des prix, de préservation de la stabilité et de la résilience du système financier, de renforcement de la sécurité des moyens de paiement et de la promotion de l'inclusion financière.

D'autre part, le gouverneur procède régulièrement à l'issue des réunions trimestrielles de son Conseil à la tenue de conférences de presse ainsi qu'à la publication de son communiqué par rapport aux différentes décisions prises à l'issue des réunions du Conseil de la Banque.

On note par ailleurs la présence de la banque centrale dans les différents réseaux sociaux ainsi que la création d'une chaîne YouTube de Bank Al Maghrib, avec la diffusion régulière de capsules d'information dédiées à ses missions fondamentales, à la réforme du régime de change, aux actions d'alertes de fraudes décelées par rapport à la monnaie fiduciaire...

La banque centrale a également publié une série de guides ou livrets d'information par rapport à plusieurs thématiques intéressant la clientèle et son droit à l'information : modalités de clôture des comptes, les mainlevées, la mobilité bancaire...

Les deux dernières décennies ont ainsi connu la consolidation de la crédibilité de la banque centrale auprès du public à travers son indépendance, sa transparence et son processus de communication. Ceci a contribué à consolider par ailleurs les anticipations d'inflation des ménages et des différents opérateurs économiques.

3.1.5. Responsabilité de la banque centrale

La responsabilité de la banque centrale consiste à remplir pleinement sa mission de maintien et garantie de la stabilité des prix.

Sur la base d'une maîtrise des mécanismes de transmission de la politique monétaire ainsi qu'un ancrage nominal, la banque centrale établit une cible intermédiaire que sont les anticipations d'inflation par le marché et les agents économiques.

Selon Svensson (1997), le ciblage d'inflation se traduit par un ciblage d'anticipation d'inflation. La banque centrale doit à cet effet communiquer de manière transparente sur sa cible d'inflation ainsi que l'horizon au bout duquel elle compte atteindre cette cible.

Les écarts entre la cible d'inflation et l'inflation anticipée doivent être dûment justifiés ; sachant que l'ajustement à la cible s'opère progressivement quand la banque centrale assure une transparence auprès du public et que sa responsabilité est assurée quant au fait qu'elle entreprendra les actions de régulation nécessaires pour mener une politique monétaire accommodante en cas de récession ou restrictive en cas de surchauffe et/ou de pressions inflationnistes.

L'écart à la cible est réduit quand la banque centrale fait ce qu'elle dit et dit ce qu'elle fait pour paraphraser Charles Freedman et Douglas Laxton « To do what you say and to say what you do ».

Cela consiste à annoncer clairement les actions de la banque centrale en matière de politique monétaire, que ce soit sa cible d'inflation et l'horizon cible au cours duquel elle envisage d'atteindre sa cible, les anticipations d'inflation ou encore les justifications et explications des écarts enregistrés par rapport à sa cible et les actions de politique monétaire envisagées pour le retour à la cible.

3.2. Les prérequis techniques

3.2.1. Modèles et outils de prévision d'inflation

Tout pays cibleur d'inflation doit disposer de modèles de simulations économiques et de prévision des anticipations d'inflation, et ce, suivant une fréquence régulière.

Bank Al Maghrib a entamé, à travers des missions d'assistance technique de la Banque Mondiale et du Fonds Monétaire International, une mise à niveau de ses tableaux de bord et outils de pilotage.

En 2008, BAM a commencé à développer et à exploiter différents modèles pour prévoir la dynamique des principales variables macroéconomiques et monétaires.

BAM utilise des cadres théoriques tels que les modèles à rebours, à terme et hybrides de la courbe de Phillips, ainsi que les modèles P-star. Elle utilise également des modèles statistiques tels que les modèles ARIMA univariés et les modèles vectoriels autorégressifs « VAR ». BAM publie les résultats des exercices de prévision dans ses rapports trimestriels de politique monétaire. Depuis janvier 2007, la banque centrale mène une enquête mensuelle sur les

perspectives des entreprises afin de collecter des données auprès des entreprises industrielles sur la production, l'utilisation des capacités, les carnets de commandes en cours et les stocks. Ces données aident la banque centrale à évaluer les perspectives économiques à court terme de manière précise et opportune. Ces éléments, dont notamment les prévisions d'inflation, font par ailleurs l'objet de publication dans le cadre des rapports trimestriels sur la politique monétaire. La banque centrale a également mis en place entre 2015 et 2019 un modèle d'analyse de politique, dit MOPAM « Moroccan Policy Analysis Model », qui a été conçu pour simuler l'impact des développements extérieurs, des politiques macroéconomiques nationales et des réformes structurelles sur les principaux agrégats macroéconomiques [Cf. Achour (2021)].

3.2.2. Disponibilité des données et des statistiques

Le ciblage d'inflation requiert la disponibilité et la fiabilité des données historiques sur une profondeur suffisante, et ce, sur une fréquence mensuelle, trimestrielle ou annuelle à minima. Ceci permet d'améliorer la qualité des simulations opérées par la banque centrale, eu égard, à la profondeur des données et au nombre d'observations.

S'agissant du Maroc, il procède mensuellement à la déclaration des statistiques selon les exigences de la norme spéciale de diffusion des données du FMI.

Pour rappel, la norme NSDD permet aux pays levant des fonds sur les marchés internationaux de capitaux de communiquer les données économiques et financières importantes au public.

Les données et statistiques monétaires, les statistiques sur le secteur bancaire, les données des marchés monétaires, obligataires et des changes ainsi que les indicateurs hebdomadaires clés de l'économie nationale sont disponibles sur les sites institutionnels de la banque centrale « BAM » et du haut-commissariat au plan « HCP ».

3.2.3. Maîtrise des mécanismes de transmission de la politique monétaire

Le ciblage d'inflation requiert la maîtrise des différents canaux de transmission de la politique monétaire ainsi que les délais de transmission des décisions des autorités monétaires à l'économie réelle et aux indicateurs macroéconomiques (demande globale, PIB réel, taux de chômage, taux d'inflation et IPC, ...).

Selon la littérature, les différents canaux de transmission de politique monétaire sont comme suit : Le canal de taux d'intérêt ; Le canal de crédit ; Le canal des prix des actifs ; Le canal de change et le canal des anticipations d'inflation.

Les délais de transmission varient selon le canal utilisé, mais il faut généralement compter un délai de 18 à 24 mois pour la transmission du canal de taux d'intérêt au niveau de taux d'inflation.

Créée en 1959, Bank Al Maghrib a progressivement modernisé son cadre institutionnel et opérationnel et a su consolider ses acquis techniques et s'outiller de compétences humaines et d'infrastructures techniques lui permettant de gagner en indépendance, de juguler l'inflation, d'améliorer sa transparence et d'ancrer les anticipations du public.

3.3. Les prérequis macroéconomiques et financiers

3.3.1. Discipline budgétaire

Pour rappel, la politique budgétaire inclut toutes les décisions concernant les dépenses et les recettes publiques qui sont intégrées dans le budget de l'État dans le but d'influencer la demande agrégée et d'orienter l'économie vers une situation d'équilibre.

Selon Salle (2013), l'adoption du ciblage d'inflation requiert la rigueur budgétaire, à savoir l'observation d'un ensemble de bonnes pratiques et prérequis en matière de politique budgétaire, à savoir :

- L'indépendance des institutions ;

- Les règles budgétaires et soutenabilité de la dette publique à long terme (consistant en l'observation de règles budgétaires consistant notamment à contenir le déficit global autour de 3% du PIB et le ratio Dette publique / PIB autour de 60% du PIB ainsi que la règle d'or consistant à ce que tout déficit soit affecté au financement de l'investissement) ;
- L'évaluation des politiques publiques.

S'agissant de la dette publique marocaine, elle empruntait une trajectoire favorable. Or, la crise sanitaire et l'arrêt quasi général de l'activité économique en 2020 a occasionné une forte récession économique (-6,3% comme taux d'évolution du PIB) ainsi qu'un besoin de financement des soins de santé et des aides ciblées qui s'est soldé par un déficit budgétaire de 7,6% du PIB et un niveau de dette publique de 76%, remettant ainsi en cause la soutenabilité de la dette marocaine.

Les évaluations réalisées par le FMI et la Banque Mondiale en janvier et mai 2021 pour estimer les impacts de la crise sanitaire sur la soutenabilité de la dette marocaine ont conclu à la soutenabilité de celle-ci, et ce, à la lumière des indicateurs macroéconomiques et des facteurs ci-après.

Le maintien des fondamentaux macroéconomiques n'est pas hasardeux ou issu de politiques économiques conjoncturelles, mais est plutôt le résultat de réformes structurelles et sectorielles de grande envergure ; les politiques économiques de riposte du Maroc face à la crise ont été d'ordre contracyclique et lui ont permis d'y contrecarrer ;

Les investisseurs au Maroc sont principalement des investisseurs nationaux avec des portefeuilles de titres à long terme ;

La structure de la dette du Trésor : cette structure demeure saine et majoritairement intérieure avec une quote-part de 76% contre 24% de dette extérieure (la règle 20%- 80% étant ainsi respectée).

3.3.2. Marché bancaire et financier développé

Afin de réduire au minimum les risques de conflit avec les objectifs de stabilisation financière et de garantir une application efficace de la politique monétaire, le système financier doit être solide et les marchés des capitaux développés.

L'Étude FMI, rédigée par Batini et Laxton (2005) retient les critères suivants pour l'évaluation de la profondeur et la solidité du marché financier :

- Le ratio d'adéquation des fonds propres pondérés par les risques (la norme bâloise étant être supérieur à 12%)
- La capacité d'absorption du marché financier est jugée à travers le ratio :
- L'échéance maximum des obligations des obligations nominales, d'État ou des sociétés, activement négociées ;
- L'étendue d'émission d'obligations privées/PIB ou étendue de la dette privée ;
- L'étendue des positions ouvertes en devises des banques

3.3.3. Flexibilité du régime de change

Le ciblage de l'inflation rend le taux de change très instable. Beaucoup estiment que, parce que cette stratégie érige la stabilité des prix en objectif primordial pour la banque centrale, les autorités sont amenées à se désintéresser du taux de change comme ancre nominale. Si tel est le cas, cela risque d'avoir un impact négatif sur la stabilité du taux de change et la croissance. S'agissant du Maroc, cette exigence est en cours de réalisation ; le Maroc s'étant lancé dans un régime progressif du taux de change qui en est à ses balbutiements.

En effet, notre pays a choisi la prudence en la matière, et ce, afin d'éviter une éventuelle crise de change ou tentatives de spéculation qui porterait atteinte à la valeur de sa monnaie, et ce, dans le contexte de crise économique mondiale, d'impératifs de relance économique et de consolidation des fondamentaux de notre économie nationale.

3.3.4. Faible niveau d'inflation

Le ciblage d'inflation doit être précédé par la maîtrise de l'inflation à des niveaux stables et faibles. En effet, il est difficilement envisageable pour des pays cibleurs d'inflation d'annoncer des cibles d'inflation élevées.

Il existe une littérature qui suggère qu'il existe un seuil au-delà duquel l'inflation exerce un effet négatif sur la croissance de la production potentielle, mais en dessous duquel il n'a pas d'effet sur la croissance. Par exemple, Khan et Senhadji (2000) ont établi le seuil à [1-3%] pour les pays industrialisés et à [7-11%] pour les pays en développement, avec un intervalle de confiance très large pour ces derniers (de 1 % à 20 % dans une zone de confiance de 90 %).

4. Conclusion

Le ciblage d'inflation présente des avantages incontestables dont les plus importants sont l'amélioration de la transparence, l'ancrage des anticipations d'inflation du public et la maîtrise d'inflation.

En effet, plusieurs études ont démontré que le ciblage d'inflation contribue à la réduction des niveaux et de la volatilité d'inflation et des anticipations d'inflation. Par contre, il n'existe pas de consensus quant à l'amélioration certaine de la production.

Toutes choses étant par ailleurs, aucune étude n'a prouvé un quelconque effet l'aggravation des indicateurs macroéconomiques postérieurement à l'engagement dans le cadre de cette stratégie de politique monétaire.

Le Maroc semble bien engagé dans le cadre des réformes structurelles menées pour remplir les préconditions institutionnelles, techniques et financières.

La banque centrale a acquis en indépendance de droit et de fait dans le cadre de la conduite de sa politique monétaire. Sa mission de politique monétaire primordiale consiste à garantir la stabilité des prix et à maintenir l'inflation à des niveaux stables et faibles, aux alentours de 2%, ce qui en fait un pays cibleur d'inflation implicite.

Elle est également montée en compétences et a renforcé ses infrastructures techniques et mis en œuvre les modèles de simulations économiques et de prévisions d'inflation.

Des points d'amélioration semblent toutefois persister : le marché boursier demeure limité et peu profond ; le marché de la dette privée est très limité et en dessous de son potentiel, l'ouverture du compte capital et la flexibilisation du taux de change.

Dans le contexte actuel, le Maroc étant constamment conditionné par les prix à l'importation, il ne serait ni sensé ni rationnel qu'une banque centrale touchée par des chocs d'offre négatifs essaie de contenir les pressions inflationnistes exercées par la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation sur le marché international en relevant les taux d'intérêt.

En somme, le Maroc est en position où il remplit une bonne partie des préconditions institutionnelles, techniques et économiques ; il pourrait adopter le ciblage d'inflation.

Mais il n'est pas clair qu'il serait dans son intérêt de le faire dans l'immédiat, en l'absence de maturité du marché financier, d'ouverture du compte capital et de flexibilité du taux de change.

D'où l'attentisme des pouvoirs publics qui perdure pendant près de deux décennies et qui perdurera certainement une autre décennie. Seul l'avenir nous le dira.

Références

- (1). Achour, A, Bulíř, A. Chafik, O., and Remo, A.; (**Avril 2021**) - The Morocco Policy Analysis Model: Theoretical Framework and Policy Scenarios – a joint working paper of Bank Al-Maghrib and the international monetary fund.
- (2). Aguir, A., Smida,M., Ftiti,Z. (**2017**) : Régime de ciblage d'inflation dans les économies émergentes ou en développement : quels enseignements après la crise ? Revue Gestion 2000 – Volume 34 – p 77 à 94.
- (3). Arnone, M., Laurens, B.J., Segalotto,J-F. (**2006**) Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies- IMF.
- (4). Ball, L., Sheridan, N. (**2003**): Does inflation targeting matter? IMF Working paper (WP/03/129);
- (5). Batini,N., Laxton,D. (**2007**) : Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets in Monetary Policy under Inflation Targeting, ed. by Frederick S. Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel (Banco Central de Chile), pp. 467.506.
- (6). Bernanke, B., T. Laubach, F., Mishkin, and A. Posen, (**1999**): "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience," (Princeton: N.J.: Princeton University Press).
- (7). Cukierman, A., Webb,S.B., Neyapti, B. (**1992**) : Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. The World Bank Economic Review- Volume 6- N°3 – p353-398.
- (8). Fall, A., Sy, D. (**2019**) La politique monétaire de la BCEAO face au double ancrage : ciblage d'inflation et ciblage du taux de change. Revue d'économie du développement – volume 27- pages 129 à 175.
- (9). Freedman,C., Laxton,D. (**Avril 2009**): Why Inflation Targeting? IMF Working Paper (WP/09/86);
- (10). Gürkaynak, R. Levin, A., Swanson, E., (**2010**). Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from the U.S., U.K, and Sweden. Journal of the European Economic Association, 8(6), 1208-1242.
- (11). Johnson, David R. (**2002**). The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: Evidence from an 11-country panel. Journal of Monetary Economics 49:1521–38.
- (12). Jonas,J., Mihskin,F.S. (**2005**) : Inflation Targeting in Transition Economies : Experiences and Prospects, in B.S. Bernanke et M. Woodford eds., The Inflation Targeting Debate, Chicago University Press, chap. 9, pp. 353-422.
- (13). King, M. (**2002**). The inflation target ten years on. Speech delivered to the London School of Economics. 19 November, London, England.
- (14). Kuttner, Kenneth N., and Adam S. Posen. (**1999**). Does talk matter after all? Inflation
- (15). L.E.O. Svensson (**2002**): Inflation Targeting: Should It Be Modeled As an Instrument Rule Or a Targeting Rule? European Economic Review vol. 46 n°4-5, pp. 771-780.
- (16). Lin,S. ; Ye,H. (**2009**): Does inflation targeting make a difference on developing countries? – Journal of development economics;
- (17). Lucotte,Y. (**2015**). Le ciblage d'inflation dans les économies émergentes. Revue française d'économie, 15 (2), 93-128.
- (18). Lucotte,Y. (**Décembre 2012**) : Etudes des interactions entre les stratégies de ciblage d'inflation et leur contexte institutionnel : Application aux économies émergentes – Université d'Orléans.

- (19). Mishkin, F. (2007), "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market countries?" C. Reinhart, C. Vegh, and A. Velasco, eds., Capital Flows, Crisis, and Stabilization: Essays in Honor of Guillermo Calvo, MIT Press.
- (20). Mishkin, F.S., (2000). Inflation targeting in emerging-market countries. American Economic Review, 90(2), 105-109.
- (21). Mishkin, F.S., (2004) Can inflation targeting work in emerging market countries? National Bureau of Economic Research, Working Paper 10646, Cambridge.
- (22). Mishkin, F.S., Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does inflation targeting make a difference? National Bureau of Economic Research, Working Paper 12876, Cambridge.
- (23). Neumann, Manfred J. M., and Jurgen von Hagen. (2002). Does inflation targeting matter? Federal Reserve Bank of St. Louis Review 84 (4): 127–48.
- (24). North-Holland, chap. 22, pp. 1237-1302.
- (25). Ravenna, F., Mølbak, I.M. (Mars 2020): The impact of inflation targeting: Testing the good luck hypothesis - Danmarks Nationalbank Working Papers, No. 152;
- (26). SALLE, I. (2013) : Ciblage d'inflation, transparence et anticipations – une revue de littérature récente – Revue d'économie politique – Volume (123)- pages 697 à 736- Editions Dalloz
- (27). Svensson, L.E.O. (1995). The Swedish experience of an inflation target. In Inflation targets, ed. Leonardo Leiderman and Lars E. O. Svensson, 69–89. London: Centre for Economic Policy Research.
- (28). Svensson, L.E.O. (1997). Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets. European Economic Review 41:1111–46.
- (29). Svensson, L.E.O. (2010) : Inflation Targeting, in B. Friedman et M. Woodford eds., Handbook of Monetary Economics vol. 3 n°3, Amsterdam: Elsevier Science,
- (30). targeting and central bank behavior. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 88. New York: Federal Reserve Bank of New York, October.
- (31). Tinbergen, J. (1952) : On the Theory of Economic Policy, Amsterdam: North-Holland.
- (32). Truman, E.M. (2003) : Inflation Targeting in the World Economy, Institute for International Economics, Washington D.C.