

Volume XIX Issue I Version I

Chourouk Moudine

Received: 9 December 2018 Accepted: 3 January 2019 Published: 15 January 2019

5 Abstract

6 Faced with the failure of monetary policies inspired by Keynesian and monetarist thinking, a
7 new pragmatic regime emerged in 1989, called inflation targeting. The new regime was able to
8 bypass inflationary slippages in a short time, while promoting growth and employment,
9 prompting central banks in some developed and emerging countries to adopt it and abandon
10 previous monetary regimes. The adoption of inflation targeting requires, however, the
11 verification of a set of pre-requisites. Morocco, like other countries, has failed in its monetary
12 policy, since price stability has been ensured by the support of the State Budget, to certain
13 products for consumption (Compensation Fund). With the increased partial decompensation,
14 and in the event of a possible rise in commodity prices, inflation could reach very high levels.
15 Therefore, Bank Al-Maghrib will be forced to revise its monetary policy to adopt the inflation
16 targeting, as recommended by the IMF, but the verification of its prerequisites is necessary.

Index terms— monetary policy, inflation targeting, central bank, transparency, independence, credibility, flexible exchange rate regime.

L'inflation qui dépassait les 15% à la fin des années 1980, a incité certains pays à adopter une nouvelle approche en matière de conduite de la politique monétaire (PM). C'est ainsi que le régime de ciblage d'inflation (CI) a émergé dans un contexte de quasi absence de fondements théoriques. Le CI a été ainsi le résultat des travaux des praticiens et non pas de ceux de la recherche académique. Toutefois, plusieurs approches théoriques pourraient être considérées comme des précurseurs de ce nouveau régime monétaire, à l'instar des courants keynésien, monétariste, néo-classique et nouveau-keynésien.

Les pays ayant adopté le ciblage d'inflation sans avoir développé des fondamentaux solides ont finit par renoncer au CI, tel était le cas de la Turquie, parce qu'il constraint les autorités monétaires de faire la planche à billets. Le Maroc, en tant qu'une petite économie ouverte, est soumis à plusieurs obstacles qui le contraignent à adopter actuellement le régime de ciblage d'inflation. Le pays souffre de la fragilité de ses fondamentaux macroéconomiques et d'une imparfaite circulation des capitaux.

Le rétablissement des équilibres macroéconomiques constitue une priorité majeure que le Maroc doit s'assigner afin de favoriser, d'une part, un environnement sain et soutenable pour la croissance et le développement du pays et, d'autre part, l'adoption du ciblage d'inflation. En outre, l'efficacité de la politique monétaire reste tributaire de l'indépendance totale de Bank Al-Maghrib (BKAM). Par ailleurs, et conformément au triangle de MUNDELL, la Banque centrale (BC) ne peut pas mener une politique monétaire autonome, dans un cadre de libre circulation de capitaux et de régime de change fixe. Ainsi, pour éviter une dualité conflictuelle d'objectifs, la flexibilisation du taux de change s'impose. Enfin, le développement du marché financier conditionne la bonne transmission des effets de la politique monétaire, en minimisant le risque de dérapage par rapport aux objectifs fixés.

39 1 Chapitre I: Les Prerequis Theoriques A L'adoption Du 40 Ciblage D'inflation

⁴¹ La mise en oeuvre de la politique de CI nécessite que certaines préconditions préalables soient réunies, dont le rôle est fondamental. Ces pré-requis sont d'ordre institutionnel et structurel.

43 En effet, la conduite d'une politique de ciblage d'inflation optimale est tributaire d'un ensemble de conditions
 44 institutionnelles. Les principales contributions traitant la question des pré-requis institutionnels de ciblage

3 L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE CENTRALE

45 d'inflation sont celles de MISHKIN (2000) et BATINI et LAXTON (2005). Sur la base de ces travaux, quatre
46 conditions peuvent être dégagées, soit la transparence, l'indépendance et la crédibilité des Banques centrales,
47 ainsi que la flexibilité du taux de change.

48 Ces pré-requis institutionnels sont indispensables à l'adoption d'une politique de CI. Néanmoins, ils demeurent
49 inefficaces sans une base structurelle développée pouvant soutenir la transparence et la crédibilité de la Banque
50 centrale. Il s'agit, notamment, de la mise en place d'infrastructures techniques avancées, d'une structure
51 économique et d'un système financier solide.

52 2 Section 1: Les pré-requis institutionnels

53 Les BCs qui adopteraient le CI sans remplir les conditions préalables d'indépendance, de transparence, de
54 crédibilité, ainsi que de flexibilité du taux de change seront condamnées à échouer dans la conduite de leur
55 politique monétaire, et par conséquent à atteindre leurs cibles d'inflation.

56 3 L'indépendance de la Banque centrale

57 Le principal engagement de la BC devrait être l'atteinte de la stabilité des prix à long terme. Cet engagement
58 peut être formalisé sous forme de texte de loi inscrit dans le statut de la Banque centrale, tel est le cas de plusieurs
59 pays. La Banque centrale, par ailleurs, doit bénéficier de toute la latitude d'actions pour atteindre cet objectif
60 ultime, d'où la nécessité de renforcer son indépendance.

61 Accorder l'autonomie aux BCs signifie qu'elles détiennent le pouvoir d'interférer dans les décisions prises dans
62 la cadre de l'exercice de leurs mandats. En d'autres termes, nul corps constitué du gouvernement, Parlement
63 ou l'un de leurs membres respectifs, ne détient le pouvoir d'interférer dans les décisions prises par la BC dans
64 l'exercice de sa mission statutaire et encore moins de renverser le cours des décisions prises.

65 Sur le plan théorique, ROGER (2009) a montré que cette indépendance est contrainte par l'intervention de
66 l'État dans la prise de décision des autorités monétaires, à travers l'obligation de financement du déficit public.
67 Toutefois, sur le plan pratique, l'indépendance est liée uniquement au degré d'engagement de la Banque centrale
68 à atteindre son objectif de politique monétaire.

69 Cette indépendance peut être exercée par la Banque centrale sur deux plans: ? l'indépendance organisationnelle
70 qui concerne l'ensemble des dispositions régissant la formulation de la politique monétaire et l'organisation
71 institutionnelle de la Banque centrale. Cette dernière concerne la composition des instances de décision, le mode
72 de recrutement et de révocation des dirigeants, la durée du mandat, ainsi que la responsabilité des instances ;
73 ? l'indépendance économique qui se décline en indépendance d'objectifs et en indépendance d'instruments. La
74 dépendance d'objectifs désigne que la BC est libre de définir ses objectifs. L'indépendance d'instrument est la
75 liberté conférée à la BC à fixer ses instruments sans aucune interférence politique. Elle confère à la BC une
76 flexibilité pour mener sa politique monétaire et faire face aux chocs exogènes, quoique cette flexibilité ait été
77 jugée par certains économistes, notamment CALVO (1999), comme un inconvénient à la bonne conduite de PM.

78 La littérature s'est longtemps intéressée à l'indépendance de la BC et à ses effets macroéconomiques. Plusieurs
79 études empiriques se sont arrêtées sur les liens entre l'indépendance de la BC et l'inflation d'un côté et la
80 performance économique d'un autre côté.

81 Selon certaines études, il a été avancé qu'un degré d'indépendance élevé est associé à une faible inflation. En
82 effet, une plus grande indépendance aiderait la BC à s'engager efficacement en faveur de son objectif de stabilité
83 des prix. ALESINA et SUMMERS (1993) La transparence de la BC, selon la BCE, implique qu'elle fournit au
84 grand public, ouvertement, clairement et en temps voulu, toutes les informations utiles concernant sa stratégie,
85 ses analyses et ses décisions de politique monétaire, ainsi que ses procédures. Elle est indispensable à la mise en
86 oeuvre de la politique de CI dans la mesure où elle aide le public à mieux comprendre les objectifs et les actions
87 de la BC, ce qui rend la politique monétaire adoptée plus crédible et donc plus efficace.

88 Dans le même ordre d'idée, SVENSSON (1999) soutient que le CI, conjugué à un niveau élevé de transparence
89 de la Banque centrale, est capable d'éliminer le biais inflationniste des politiques monétaires, car il incorpore un
90 fort engagement de la Banque centrale à atteindre la cible d'inflation.

91 L'engagement de la BC est synonyme de responsabilité. Il devrait s'accompagner donc de toute la
92 transparence nécessaire pour motiver ses actions entreprises et les risques encourus, dans le cadre de ses différentes
93 communications diffusées auprès du public. Cette transparence permettrait à la BC d'ancrer les anticipations
94 des agents économiques et de gagner en termes de crédibilité.

95 Certaines études se sont attachées à étudier le degré d'indépendance de la BC. Dans ce sens, EIJFFINGER
96 et GERAATS (2005) ont proposé des mesures sophistiquées pour mesurer le degré de transparence des Banques
97 centrales, en affectant des scores à un certain nombre de dimensions: ? la transparence économique: l'ouverture
98 sur les données et les modèles utilisés par la Banque centrale, y compris les prévisions conditionnelles; ? la
99 transparence de la procédure: l'ouverture de la règle ou de la stratégie attachée à la politique monétaire. Les
100 procès-verbaux des réunions du Comité de politique monétaire apportent une plus grande ouverture, de même
101 que la publication des résultats de vote; ? la transparence de la politique: la diffusion rapide des informations,
102 y compris l'ouverture sur les changements futurs de l'instrument de la politique monétaire; ? la transparence
103 opérationnelle: l'ouverture sur la mise en oeuvre des décisions de politique monétaire et l'ouverture sur les
104 perturbations qui pourraient affecter le fonctionnement normal du mécanisme de transmission.

105 L'indépendance et la transparence de la Banque centrale sont indispensables à l'adoption d'une politique de
106 ciblage de l'inflation. Cependant, ils restent non-pertinents sans une base structurelle développée pouvant les
107 soutenir. D'où la nécessité de renforcer la crédibilité de la Banque centrale.

108 **4 La crédibilité de la Banque centrale**

109 La crédibilité est définie comme le degré de confiance que manifeste le public envers la détermination et la capacité
110 de la Banque centrale d'atteindre ses objectifs d'inflation. Elle dépend de l'importance et de la constance de la
111 conformité de la Banque centrale à sa politique annoncée.

112 Une politique monétaire hautement crédible réduit, selon la théorie économique, les incertitudes entourant
113 les objectifs de la politique monétaire. Ainsi, quand la politique monétaire jouit d'une grande crédibilité, les
114 fluctuations d'inflation, de taux d'intérêt, de production et d'emploi devraient être moins prononcées qu'en cas
115 de chocs que dans le cas inverse. Une crédibilité élevée permettrait ainsi de maintenir l'inflation près du taux
116 visé, lorsque des imprévus viennent perturber l'évolution des prix.

117 En outre, et compte tenu du degré élevé d'incertitude qui entoure les estimations de production potentielle et
118 d'écart de production, une crédibilité élevée permettrait aux autorités monétaires de mieux jauger la capacité de
119 production de l'économie et de création d'emplois, sans amplifier les craintes d'inflation.

120 L'hégémonie des BC ont pour principal mandat la préservation du pouvoir d'achat de la monnaie et la
121 promotion de l'activité économique. Même si ces objectifs sont compatibles à long terme, ce n'est pas le cas
122 à court terme en lien avec la relation entre l'intensité de la demande globale, l'inflation et les attentes d'inflation.
123 La Banque centrale agit d'une manière à faire converger les anticipations d'inflation à l'objectif fixé. Elle pourrait
124 être tentée, toutefois, de donner un élan plus fort à l'économie que celui anticipé par le public quand elle estime
125 que les attentes d'inflation seront arrimées au taux ciblé. Conscients de cette incitation, et pour se protéger
126 contre une érosion possible de leurs revenus, les agents économiques prendraient leurs décisions économiques et
127 financières en fonction d'un taux d'inflation anticipé plus élevé que le taux visé. Le coût de la non-réalisation de
128 cet objectif serait très élevé pour les autorités monétaires, en lien avec la perte de leur crédibilité.

129 Afin d'accroître leur crédibilité, les autorités monétaires devraient convaincre le public de la compatibilité de
130 leurs objectifs. Les études qui se sont consacrées à étudier la crédibilité de la politique monétaire, ont proposé
131 plusieurs mesures pour la renforcer.

132 La nomination d'un Gouverneur reconnu pour avoir un seuil de tolérance moins élevé que le public en matière
133 d'inflation peut contribuer à promouvoir la crédibilité de la politique monétaire. Ainsi, une hausse de la demande
134 n'exercera pas de pressions sur les anticipations, puisque les agents économiques s'attendraient à ce que la Banque
135 centrale réagisse pour contrecarrer ces pressions.

136 En outre, la conclusion d'une entente officielle et publique entre le gouvernement et la BC au sujet d'un
137 objectif exprimé en termes de taux d'inflation pourrait résoudre le problème d'incohérence temporelle. Quand le
138 gouvernement et la Banque centrale se déclarent solidiairement responsables de l'objectif de la politique monétaire,
139 en laissant à l'institut d'émission toute la latitude pour agir en matière monétaire, ils gagneraient une plus grande
140 confiance du public et ainsi en crédibilité.

141 **5 La flexibilité du taux de change**

142 La littérature a mis en avant l'importance de la flexibilisation des taux de change, dans un cadre de CI. Elle est
143 qualifiée par certains économistes comme un pré-requis fondamental à l'adoption du CI, tels que MASSON et
144 al. (1997). Selon le principe de triangle des incompatibilités développé par MUNDELL (1960), il est impossible
145 pour une économie d'atteindre une autonomie de la politique monétaire avec une libre circulation des capitaux,
146 simultanément avec un régime de change fixe.

147 L'engagement de la BC à maintenir fixe le taux de change, rend inefficace la politique monétaire en lien avec
148 la perte de son contrôle sur l'offre monétaire. En sus, la BC ne dispose plus du degré d'indépendance nécessaire
149 pour cibler d'autres objectifs, notamment la stabilité des prix. Pour renforcer la croissance et apprécier le taux
150 de change, l'Etat doit agir à travers la politique budgétaire.

151 Dans un régime de change flexible, la politique monétaire gagne en termes d'efficacité. En effet, en décidant
152 de laisser le taux de change flotter librement, la Banque centrale peut cibler d'autres objectifs tels que la stabilité
153 des prix. En outre, il n'y aura plus de variation de réserves de change, attribuant ainsi à la Banque centrale un
154 contrôle complet sur le stock de la monnaie.

155 L'importance que revêt la flexibilisation du taux de change s'explique par le fait que la BC pourrait être
156 confrontée à un conflit d'objectifs, en ciblant simultanément l'inflation et le change à l'aide d'un même instrument,
157 qui est le taux d'intérêt. Ce qui risque de nuire à la crédibilité de la politique monétaire et à sa capacité d'ancrage
158 des anticipations.

159 Les Pour EINCHENGREEN (2002), un passthrough élevé permettrait d'atteindre rapidement l'objectif
160 d'inflation, dans la mesure où la BC agit sur les mouvements du taux de change à travers la loi de la parité
161 de taux d'intérêt non couverte 5 Section 2: Les pré-requis structurels La mise en oeuvre du CI est corollaire
162 à la mise en place de certaines conditions structurelles. Il s'agit de l'acquisition d'outils techniques avancés, la
163 stabilité de la structure économique, la solidité du système financier, le renforcement du système fiscal et de la
164 supervision bancaire.

165 . Plus le degré du pass-through est élevé, plus ces mouvements sont importants. Les effets des variations
166 du taux de change seraient limités par les effets de renforcement de compétitivité des produits domestiques par
167 rapport à ceux étrangers. Ils devraient être plus faibles que la dépréciation du taux de change est fortement
168 répercutee dans les prix domestiques. Ainsi, plus le pass-through est élevé, plus la Banque centrale doit recourir
169 au canal du taux de change pour atteindre sa cible d'inflation.

170 La mise en place de l'ensemble de ces prérequis institutionnels est indispensable à l'adoption d'un régime de
171 ciblage d'inflation. Par ailleurs, d'autres prérequis à caractère structurel doivent être vérifiés pour une meilleure
172 efficacité de ce régime.

173 Les pays qui ont adopté le ciblage d'inflation sans remplir ces conditions structurelles ont fini par abandonner
174 ce régime, en lien avec leur incapacité

175 6 L'acquisition d'outils techniques avancés

176 La BC doit être en mesure d'établir des prévisions fiables. Elle doit également avoir les moyens nécessaires pour
177 implémenter les décisions prises. Pour ce faire, les outils techniques ont besoin d'être particulièrement développés.
178 Pour mesurer cette dimension, BATINI et LAXTON (2007) se sont basés sur trois aspects: ? la disposition de
179 technologies capables de collecter et d'utiliser un grand nombre de données, pour la préparation des rapports
180 et l'optimisation des recherches; ? la mise en place d'un processus systématique de prévisions, afin d'étudier
181 l'évolution de l'inflation future et ajuster la cible selon l'évolution des informations économiques; ? la disposition
182 de qualifications avancées permettant de développer des modèles capables de prévisions conditionnelles.

183 7 La solidité de la structure économique

184 Le CI limite généralement le pouvoir des autorités monétaires, en publant des objectifs explicites d'inflation.
185 Pour ne pas être tentée d'agir par une création monétaire face à des contraintes budgétaires ou à des engagements
186 financiers (service de la dette), la structure économique devrait être solide, surtout pour les pays émergents et en
187 développement. Il s'avère donc nécessaire de disposer de fondamentaux macroéconomiques solides, préalablement
188 à l'adoption d'un régime de CI.

189 BLANCHARD (2004) a insisté sur l'importance d'une discipline financière et d'une politique saine
190 d'endettement, dans le cas de l'adoption du CI. En effet, un niveau de dette élevé accompagné d'un taux d'intérêt
191 élevé augmente le risque souverain. Ainsi, la monnaie domestique va se déprécier entraînant un déséquilibre du
192 bilan des banques et de l'inflation. Cette situation risque de s'aggraver lorsque le ratio de la dette libellée en
193 monnaie étrangère, par rapport à la dette totale, est important.

194 8 La solidité du système financier

195 La solidité du système financier est nécessaire à l'adoption du ciblage d'inflation, parce qu'elle permet de minimiser
196 les interférences qui existent entre les actions des autorités monétaires et l'évolution du marché financier. Pour
197 évaluer le système financier, BATINI et LAXTON (2007) se sont référés à six critères, dont notamment la
198 proportion des capitaux par rapport aux avoirs risqués 6

199 9 Global Journal of Management and Business Research

200 Volume XIX Issue I Version I Year 2019 () B structure du bilan 7 , ainsi que la maturité des titres financiers 8
201 L'efficacité de la politique monétaire dépend également du niveau de développement système financier, notamment
202 bancaire, qui doit être suffisamment développé pour permettre une transmission optimale des actions de la Banque
203 centrale. En effet, dans le cas d'un système financier peu développé, les marchés financiers réagissent lentement
204 aux actions de la politique monétaire, ce qui entraîne une déviation de l'inflation par rapport à sa cible. Ainsi,
205 plus l'intermédiation financière est développée, plus l'efficacité des actions de la Banque centrale augmente. .

206 10 Le renforcement du système fiscal

207 Plusieurs pays rencontrent un problème de pressions fiscales, en lien avec leurs incapacités à financer leurs
208 dépenses publiques et leurs recours à l'endettement sur les marchés financiers, par endettement auprès de la
209 Banque centrale ou par émission de bons de trésor, pour faire face à leurs engagements. Ce qui exerce des
210 pressions sur les autorités monétaires et engendre, par conséquent, un problème d'incohérence temporelle. Celui-
211 ci entraînera ainsi une perte de crédibilité de la Banque centrale, ainsi qu'une désorientation des anticipations
212 inflationnistes des agents privés.

213 SARGENT et WALLACE (1981) ont souligné qu'une politique fiscale inadéquate engendre des pressions sur
214 les autorités monétaires pour monétiser la dette, ce qui va augmenter le niveau d'inflation. Ainsi, la BC, qui
215 serait incapable de faire face à la persistance des déséquilibres fiscaux, devrait réviser sa cible d'inflation, voire
216 abandonner définitivement la politique de CI à long terme.

217 Il s'avère donc nécessaire de mettre en place des réformes fiscales qui permettraient de prévenir les déficits
218 budgétaires, afin de limiter les déséquilibres fiscaux qui contraignent l'adoption du CI.

219 **11 Le renforcement de la supervision bancaire**

220 Les déséquilibres fiscaux peuvent engendrer des crises bancaires et financières, comme démontré par MISHKIN
221 et SAVASTANO (2001), qui ont souligné qu'un large déficit budgétaire peut contraindre l'État à saisir sans
222 contrepartie certains fonds déposés dans les banques. Le retrait massif de ces fonds accentue le risque d'une crise
223 bancaire, tel était le cas de l'Argentine en 2001.

224 Dans ce sens, MISHKIN (2004) a proposé certaines réformes, à savoir: ? le renforcement de la régulation
225 prudentielle du système bancaire et financier pour prévenir les différentes crises financières; ? la limitation des
226 garanties de sécurité auprès des institutions financières internationales afin de minimiser l'incitation des banques
227 à prendre des risques importants; ? la limitation du déséquilibre de devise pour qu'une éventuelle dévaluation
228 ne puisse pas engendrer d'effet de bilan. ? la mise en place des politiques encourageant l'ouverture commerciale
229 pour réduire l'ampleur des crises financières. La mise en oeuvre de la politique de ciblage d'inflation reste donc
230 conditionnée par la vérification d'un ensemble de pré-requis à caractères institutionnel et structurel.

231 **12 Chapitre II: Prerequisites A L'adoption D'une Politique De Ci 232 Au Maroc**

233 Les pays ayant adopté le ciblage d'inflation sans avoir développé des fondamentaux solides ont finit par renoncer
234 au ciblage d'inflation, tel était le cas de la Turquie, parce qu'il contraint les autorités monétaires de faire la
235 planche à billets.

236 Le Maroc, en tant qu'une petite économie ouverte, est soumis à plusieurs obstacles qui le contraignent à
237 adopter actuellement le régime de ciblage d'inflation. Le pays souffre de la fragilité de ses fondamentaux
238 macroéconomiques, dans un cadre de régime de change flexible administré et d'une imparfaite circulation des
239 capitaux. L'éventuelle adoption d'un régime de ciblage d'inflation au Maroc reste tributaire de la vérification de
240 ses prérequis (voir Chap. I).

241 **13 Section 1: Le renforcement des fondamentaux macroé- 242 conomiques**

243 Une situation budgétaire équilibrée dans laquelle le déficit budgétaire se situe à des niveaux tolérables, et une
244 maîtrise de l'évolution de la dette sont fondamentales à la mise en place du CI. En effet, avec des fondamentaux
245 économiques soutenables, la BC ne sera plus contrainte de financer la dette publique par la création monétaire,
246 ou comme il est plus souvent nommé l'impôt d'inflation 9 A noter que pour que la politique monétaire puisse
247 garantir son indépendance vis-à-vis de la politique budgétaire, il faudrait que trois conditions soient vérifiées
248 simultanément, à savoir i) la charge de l'emprunt du gouvernement sur le système financier ne doit pas être
249 excessive ; ii) l'interdiction du recours du gouvernement à un emprunt direct de

250 **14 Maîtriser l'évolution de la dette**

251 En plus de la maîtrise du déficit budgétaire, le pays doit surveiller le niveau de la dette globale, pour ne pas freiner
252 les performances du ciblage d'inflation. Quand la dette publique devient très importante et que la demande
253 de titres publics est insuffisante pour financer le déficit, le gouvernement peut contraindre la BC à conduire
254 une politique monétaire accommodante pour monétiser la dette. Cette monétisation aura pour conséquence
255 d'accélérer les tensions inflationnistes et de dégrader la crédibilité de la BC dans la conduite de sa politique
256 monétaire. Si l'institut d'émission ne cède pas aux pressions du gouvernement, la situation peut conduire à un
257 défaut de l'Etat.

258 L'analyse de l'évolution de la dette du Trésor, fait ressortir le lien étroit entre cette dernière et le niveau du
259 solde budgétaire. En effet, sur la période 2005-2009, où le pays a réalisé des excédents budgétaires, le niveau de la
260 dette a été ramené à son niveau le plus bas. Néanmoins, les facteurs conjoncturels 12 qui ont marqué la sphère
261 nationale et internationale, durant la période 2010-2011, ont fragilisé la soutenabilité des finances publiques à
262 moyen terme, par la dégradation du solde budgétaire et l'aggravation de l'encours global de la dette du Trésor.
263 Ainsi, le déficit budgétaire a été essentiellement financé par le recours à la dette. 12 Il s'agit de plusieurs facteurs
264 d'ordre économique et politique, tels que les vagues de sécheresse et les répercussions du printemps arabe. Pour
265 remédier à cette aggravation de l'endettement public, il est indispensable de revoir le modèle de croissance
266 national. Ce dernier se base essentiellement sur la demande interne. En effet, grâce à la soutenabilité de la
267 demande interne, la croissance au Maroc a pu faire preuve de résilience malgré la crise qui a touché la sphère
268 internationale, notamment nos principaux partenaires commerciaux, et qui a fait diminuer la demande étrangère.

269 **15 Source: Ministère de l'Economie et des Finances**

270 Toutefois, cette croissance peut être qualifiée de stérile puisqu'elle ne crée ni des devises ni de l'emploi. En effet,
271 malgré une croissance, de l'ordre de 1,6% enregistrée en 2016, les réserves de change dont dispose le Maroc ont
272 été maintenues à 6 mois d'importations et le taux de chômage est quasiment stable, à 9,4%.

273 Il est alors indispensable de revoir le modèle de croissance marocain pour le rendre plus dépendant de la
274 demande étrangère, à travers notamment le renforcement de la compétitivité des exportations marocaines. Pour

16 BANQUE CENTRALE INDÉPENDANTE ET PRINCIPALEMENT CHARGÉE DE LA STABILITÉ DES PRIX

275 soutenir l'offre exportable du Maroc, il faudrait réactiver les politiques sectorielles dans ce sens, qui n'ont toujours
276 pas atteints leurs objectifs recherchés, tels que le Plan émergence et le Plan national pour l'émergence industrielle
277 13 Section 2: Le renforcement du rôle de La pleine indépendance de Bank Al-Maghrib ne devrait pas la dispenser
278 de l'obligation de rendre compte de ses actions. Conformément aux expériences internationales, la BC est tenue
279 de rendre compte de ces actions menées dans le cadre de la politique monétaire au Parlement. L'évaluation du
280 Parlement permettra de juger la crédibilité de la BC.

281 Par ailleurs, la Banque centrale devrait s'aligner au mandat dont elle a été mandatée, à savoir la stabilité des
282 prix. Pour atteindre cet objectif, elle devrait se doter d'outils techniques avancés pour bien prévoir l'évolution
283 future de l'inflation et mieux ancrer les anticipations des agents économiques. A défaut, elle risque de perdre sa
284 crédibilité.

285 L'objet de cette section est de développer les points précités, en consacrant le premier paragraphe à la nécessité
286 de renforcement de l'indépendance de la Banque centrale et de sa mission de stabilité des prix, le deuxième
287 paragraphe à la consolidation de sa transparence et à l'obligation de rendre compte de ses actions de politique
288 monétaire, et le troisième paragraphe au développement de sa capacité de prévision des évolutions de l'inflation.

289 16 Banque centrale indépendante et principalement chargée de 290 la stabilité des prix

291 La stabilité des prix constitue l'une des conditions nécessaires à une croissance pérenne et une composante
292 majeure de la stabilité macro-économique. Elle permet d'instaurer un environnement favorable à l'investissement
293 et d'assurer la protection du pouvoir d'achat du citoyen. Dans un contexte de ciblage d'inflation, une Banque
294 centrale devrait avoir pour objectif principal, la stabilité des prix.

295 Depuis la refonte du statut de BKAM en 2006, la stabilité des prix est devenue l'objectif prioritaire de sa
296 politique monétaire. Ce nouveau statut a également consacré à la BC une indépendance totale, à la fois financière
297 et décisionnelle vis-à-vis du pouvoir exécutif et législatif. Cette indépendance, ainsi que la mission d'assurer la
298 stabilité des prix a permis à BKAM de s'aligner aux pratiques internationales en la matière.

299 Néanmoins, malgré son mandat, Bank Al-Maghrib n'accorde pas beaucoup d'importance à la stabilité des
300 prix dans le cadre de ses interventions en matière de politique monétaire. Comme on a déjà démontré,
301 l'importance accordée à la stabilité des prix dans la fonction de réaction de la Banque centrale est non-significative
302 comparativement à la stabilité financière. Bank Al-Maghrib devrait ainsi accorder une grande importance à la
303 stabilité des prix dans sa fonction de réaction.

304 L'indépendance de la Banque centrale, politique et économique, reste à consolider. En effet, conformément
305 au triangle des incompatibilités de MUNDELL, on ne peut pas conférer une indépendance à la Banque centrale
306 dans la conduite de la politique monétaire en cas d'adoption d'un régime de change fixe qu'au détriment de
307 l'intégration financière internationale.

308 Le Maroc est entrain de lever graduellement les restrictions sur l'intégration financière internationale. En effet,
309 les restrictions sur les opérations financières se lèvent graduellement et celles sur les opérations de commerce
310 extérieur ont connu un repli considérable. Ainsi, dans un cadre de régime de change fixe, l'indépendance de la
311 Banque centrale a été négativement impactée.

312 En matière d'indépendance politique, la longueur du mandat du gouverneur de la BC ainsi que la nature des
313 responsabilités qui lui sont confiées sont un indice d'indépendance de cette dernière. Le gouverneur de BKAM
314 assure son mandat depuis 15 ans, ce qui se traduit par une indépendance politique de BKAM.

315 Le choix du gouverneur est stratégique dans le cadre d'un régime de CI, parce que la nomination d'un
316 gouverneur connu par sa parfaite connaissance du fonctionnement de la BC et par sa compréhension des impacts
317 de la politique monétaire sur l'économie fait gagner la BC en termes de crédibilité. En outre, et conformément
318 aux pratiques internationales, le Gouverneur est choisi par le Président ou le Premier ministre. Le parlement
319 valide par la suite ce choix et peut exercer son droit de veto à la majorité des voix, ce qui garantit au gouverneur
320 une autonomie décisionnelle en matière de politique monétaire.

321 Au Maroc, c'est le Roi qui nomme le gouverneur de Bank Al-Maghrib, sur proposition du chef du gouvernement
322 et à l'initiative du Ministre de l'Economie et des Finances. Ainsi, c'est le gouvernement qui choisit le gouverneur
323 de la Banque centrale, ce qui risque d'impacter négativement la crédibilité de la Banque centrale, puisque
324 l'autonomie du gouverneur sera remise en doute.

325 Par ailleurs, et malgré que le Directeur du Trésor ne participe pas au vote dans les décisions du Conseil de
326 BKAM relatives à la politique monétaire, le gouvernement désigne 6 membres pour faire partie du Conseil et
327 prendre part à ses décisions, ce qui remet en cause l'indépendance de la BC.

328 En termes d'indépendance économique, l'article 27 du nouveau statut de Bank Al-Maghrib lui interdit
329 d'accorder des concours financiers à l'Etat, ou de se porter garante d'engagements contractés par ce dernier,
330 que sous forme de facilités de caisse limitée à 5% des recettes fiscales réalisées au cours de l'année budgétaire
331 écoulée, afin de garantir en quelque sorte l'indépendance de la Banque centrale et éviter le Les Pre-Requis A La
332 Mise En Place D'une Politique De Ciblage D'inflation Au Maroc recours abusif à la planche à billet, comme il
333 était le cas lors de la crise de 1976.

334 Toutefois, lors de la crise de 2008, BKAM a dû intervenir massivement, par l'injection de près de 28 milliards
335 de dirhams par semaine pour soulager l'économie nationale des effets de la crise, suite à la baisse des transferts

336 des MRE, le repli des recettes touristiques et des flux des exportations. L'appui de la politique monétaire à la
337 croissance continue toujours, mais à moindre mesure.

338 En outre, ces dispositions d'interdiction ne s'appliquent pas aux établissements de crédit publics agréés en
339 qualité de banques, pour leurs opérations de refinancement auprès de la Banque centrale. Ce qui contourne la
340 dite interdiction et confirme la thèse de dépendance de la BC.

341 Ainsi, pour confirmer l'indépendance de la BC, il est nécessaire que la nomination du gouverneur soit validée
342 par le gouvernement et que le statut de BKAM soit révisé pour lui accorder plus d'indépendance.

343 17 Autorités monétaires menant une politique transparente et 344 tenues de rendre compte

345 Comme il a été déjà précité, la transparence joue un rôle fondamental dans la politique de CI, via le renforcement
346 de la confiance des agents économiques et de la crédibilité de la Banque centrale. L'analyse de la politique de
347 communication de Bank Al-Maghrib fait ressortir l'effort considérable établi par cette dernière pour s'aligner aux
348 standards internationaux dans la matière. Dans ce sens, la Banque centrale, dans le cadre de sa mise en oeuvre
349 de la politique monétaire, publie plusieurs rapports périodiques tels que le rapport de politique monétaire et le
350 rapport annuel de la Banque.

351 Le rapport annuel est annuellement adressé au Roi, mais il n'est pas présenté au Parlement. Le gouverneur
352 de BKAM peut être entendu par les commissions permanentes chargées des finances des deux Chambres, à leur
353 demande, mais il n'a pas à s'expliquer sur la politique monétaire. Cette dernière relève à la seule compétence du
354 Conseil des ministres.

355 Dans de nombreux pays, qu'ils soient développés, émergents ou en développement, les Banques centrales sont
356 tenues de présenter leur rapport de politique monétaire au Parlement et d'en débattre avec ses commissions des
357 finances. En France, par exemple, les statuts de la Banque de France stipulent que le Gouverneur adresse au
358 Parlement et au Président de la république, au moins une fois par an, un rapport sur les opérations de la Banque,
359 la politique monétaire qu'elle met en oeuvre et les perspectives de celles-ci. Le Gouverneur peut aussi être entendu
360 par les commissions des finances des deux assemblées du Parlement français, à l'initiative de celles-ci ou à sa
361 demande. En Tunisie, la Banque centrale a corrigé en 2006 ses statuts pour inclure l'obligation du gouverneur
362 de remettre un rapport annuel au Président de la république et d'en transmettre une copie au président de la
363 Chambre des députés et à celui de la Chambre des conseillers.

364 L'article 58 du nouveau statut de BKAM stipulait que le Gouverneur pourrait être écouté par les commissions
365 permanentes des deux Chambres chargées des finances, à la demande de ces dernières ou à l'initiative du
366 Gouverneur, sur les questions relatives à la politique monétaire et à l'activité des établissements de crédit.
367 Toutefois, le Conseil constitutionnel a déclaré cet article comme incompatible avec la loi. Selon l'ancienne
368 constitution, le Gouverneur de BKAM ne peut assister aux séances des deux Chambres et aux réunions des
369 commissions permanentes. En outre, BKAM, par son indépendance et l'étendue de ses missions, ne peut être
370 considérée comme l'une des institutions publiques mentionnées dans la Constitution et devant être entendues par
371 le Parlement. Ainsi, l'article 58 du statut de BKAM n'a pas été adopté.

372 Avec l'adoption de la nouvelle Constitution, en 2011, cette contravention constitutionnelle a pu être dépassée.
373 Suivant l'article 70 de la dite Constitution, le Parlement a le droit d'évaluer toute politique publique, à l'instar de
374 la politique monétaire. L'article 101 stipule que le Parlement doit réservé une séance annuelle à la discussion et à
375 l'évaluation des politiques publiques. En outre, l'article 102 autorise les commissions du Parlement à auditionner
376 tous les responsables des administrations et des établissements et entreprises publics, en présence et sous la
377 responsabilité des ministres dont ils relèvent. Il est donc temps d'activer ses articles et amener la BC à rendre
378 compte aux citoyens par l'intermédiaire des élus.

379 C'est vrai que la politique monétaire s'avère des fois complexe et que la BC est la mieux placée à prendre les
380 décisions en matière de politique monétaire. Néanmoins, c'est aux citoyens que revient finalement la responsabilité
381 de juger le rendement de la Banque centrale. Or, pour arriver à un jugement, il est nécessaire d'avoir une
382 compréhension de base des principaux enjeux.

383 Par ailleurs, le ciblage d'inflation se base sur les anticipations rationnelles des agents économiques et l'ancrage
384 de ces dernières pour que l'inflation puisse atteindre son niveau cible. Pour bien conduire la politique monétaire
385 dans un contexte de ciblage d'inflation, il est donc nécessaire de vulgariser les décisions de politique monétaire pour
386 qu'ils puissent être compris largement par le public 14 14 La Banque centrale devrait vulgariser ses décisions
387 de politique monétaire pour qu'ils puissent compris par une grande partie de la population, en prenant en
388 considération que près de 30% de la population est analphabète et à peine 2% de la population ont accès à
389 l'enseignement supérieur, sachant que ces derniers ne sont pas tous , et de favoriser la Les Pre-Requis A La
390 Mise En Place D'une Politique De Ciblage D'inflation Au Maroc compréhension et l'assimilation des statistiques
391 produites pour une meilleure utilisation. En effet, si le public interprète mal les décisions de politique monétaire,
392 cela va se traduire par un dérapage par rapport à l'objectif ciblé, ainsi qu'une perte de crédibilité de la Banque
393 centrale. D'où la nécessité de mettre en place une stratégie de communication claire et proactive.

394 Pour que la stratégie de communication soit efficace, il faut que cette dernière s'inscrive dans un processus
395 continu et itératif. En effet, la réitération régulière des objectifs, des actions et des motivations de la politique

20 SECTION 3: LA FLEXIBILISATION GRADUELLE DU TAUX DE CHANGE

396 monétaire accroît la probabilité que les agents économiques retiennent ces messages et les intègre dans leurs
397 comportements futurs.

398 En plus des communications qu'elle met à la disposition du public, BKAM devrait publier sur les chocs
399 qui touchent l'économie, les mesures établies pour y remédier et les changements éventuels des objectifs de la
400 conduite de la politique monétaire. Elle devrait également communiquer sur les méthodologies des enquêtes
401 qu'elle mène pour évaluer les perspectives des prix et de l'économie, et ce pour accroître sa transparence. avisés
402 sur l'importance de l'inflation dans une économie et de ses répercussions sur le plan économique.

403 18 Global Journal of Management and Business Research

404 Volume XIX Issue I Version I Year 2019 () B

405 19 Renforcer la capacité de la Banque centrale à prévoir 406 l'évolution de l'inflation

407 Pour atteindre l'objectif de stabilité de stabilité des prix, il est nécessaire de fournir au Comité de politique
408 monétaire les outils analytiques nécessaires pour prendre des décisions judicieuses. Il s'agit notamment de disposer
409 de projections de l'inflation à moyen terme basées sur des fondements analytiques robustes, ainsi qu'une meilleure
410 compréhension des mécanismes de transmission de la politique monétaire.

411 Pour prendre les décisions adéquates en termes de politique monétaire, il faudrait renforcer le dispositif actuel
412 d'analyse de cette dernière et avoir les moyens nécessaires pour la construction des prévisions fiables. Ces
413 prévisions constituent une préoccupation importante pour les agents économiques, d'où la nécessité de recourir
414 à des modèles de prévisions robustes, soigneusement structurés et basés sur des fondamentaux réels et non
415 académiques.

416 La Banque centrale doit considérer l'avenir et tenir compte de ce qui est susceptible de se produire à un horizon
417 assez lointain dans ses décisions quotidiennes pour la mise en oeuvre de la politique monétaire. Ses décisions
418 doivent se fonder sur des hypothèses et se forger un jugement à propos de l'évolution future de l'économie, ainsi
419 que du moment où ils doivent intervenir et du résultat final des mesures de politique monétaire adoptées.

420 En effet, compte tenu du délai qui sépare l'adoption des mesures de politique monétaire et leur incidence sur
421 l'inflation, la Banque centrale doit prévoir quelles seront les pressions inflationnistes à un horizon de 18 à 24 mois.
422 Il faudrait également établir des prévisions à l'égard des facteurs jugés exerçant une influence sur l'inflation.

423 En plus de leur rôle dans l'élaboration des projections découlant du scénario de référence, les modèles servent
424 aussi à produire les scénarios de risque. Effectivement, ils jouent un rôle important dans l'estimation des
425 conséquences des chocs sur les perspectives économiques et dans la projection des implications des différentes
426 hypothèses concernant des variables clés, telles que la demande étrangère et le cours du pétrole.

427 Il existe différentes catégories de modèles de prévision de l'inflation. La majorité des modèles de prévision
428 souffrent principalement de deux déficiences, des limitations quant à l'information utilisée et des problèmes de
429 surparamétrisation 15 Il ressort donc de cette deuxième section que le Maroc a fait des efforts considérables pour
430 aligner les pratiques de politique monétaire aux standards internationaux, en définissant la stabilité des prix
431 comme principal objectif des autorités monétaires et en faisant bénéficier la BC de plus d'indépendance et de .
432 Il est donc nécessaire de simplifier la règle optimale de la Banque centrale.

433 Effectivement, dès que la taille du modèle retenu augmente, la forme de la fonction de réponse devient très
434 compliquée. Elle peut impliquer une réaction de la Banque centrale à toutes les valeurs passées, présentes et
435 anticipées des endogènes du système. Cette complexité potentielle est une source de difficultés pour la définition
436 et la mise en pratique des politiques optimales. Il s'agit des problèmes de communication et d'estimation des
437 coefficients de réponse qui devient pratiquement impossible lorsque le nombre de variables devient trop élevé. En
438 outre, plus le nombre de variables est élevé et plus le risque d'erreur augmente.

439 Il s'avère donc nécessaire de recourir à un modèle simple qui représente le mieux ce qui ce passe en réalité.
440 D'ailleurs les travaux empiriques ont démontré que c'est les modèles simples qui sont les plus robustes.

441 Vu la complexité et les incertitudes inhérentes à la conduite de la politique monétaire, il importe que Bank
442 Al-Maghrib diversifie ses sources d'information relatives à la conjoncture et aux perspectives de l'économie, en ne
443 se contentant pas des mesures quantitatives mais également qualitatives qui reflètent les attentes de l'ensemble
444 des agents économiques dans ce sens (ménages, entreprises, professionnels du marché et universitaires).

445 transparence. Toutefois, ils restent insuffisants pour réussir la politique de CI.

446 Il faudrait donc que la nomination du Gouverneur soit validée par le gouvernement et que le statut de Bank Al-
447 Maghrib soit révisé pour lui accorder plus d'indépendance, que la Banque centrale soit tenue de rendre compte de
448 ses actions auprès du Parlement et qu'elle développe ses outils de prévisions d'inflation pour un meilleur ancrage
449 des prévisions inflationnistes.

450 20 Section 3: La flexibilisation graduelle du taux de change

451 Le ciblage d'inflation est un régime qui se base sur l'absence de points d'ancrage nominal autres que l'inflation.
452 Ainsi, le régime d'ancrage du taux de change sur un panier de devises doit être abandonné, pour passer
453 graduellement à un régime de change flexible.

454 En adoptant un régime de change fixe, le Maroc visait une stabilisation de l'économie nationale afin
455 d'encourager les investissements. Ce régime a effectivement contribué à la stabilité macroéconomique et à la
456 génération d'une inflation faible. Toutefois, il pénalise fortement la compétitivité des exportations nationales.

457 En effet, les poids accordés à l'euro et au dollar dans le panier, 60% et 40% respectivement, pénalisent le
458 dirham. Selon les dernières données disponibles sur la structure des règlements, relatives à l'année 2010, l'euro
459 et le dollar constituent les principales monnaies de règlement des dépenses, avec des parts respectives de 51,6%
460 et 44,4%. L'euro et le dollar constituent également les principales devises de facturation des exportations, avec
461 des parts de 64,4% et 32,4%. Les exportations marocaines ont ainsi été pénalisées de l'appréciation du dirham
462 en lien avec l'appréciation de l'euro, alors que le dollar a accusé une dépréciation en lien avec la politique
463 ultra-accommodante 16 La flexibilisation du taux de change au Maroc s'est avérée nécessaire parce que le pays
464 n'a plus les devises nécessaires pour payer les achats à l'extérieur et le régime de change fixe est très coûteux
465 comparativement à celui flexible. Les réserves de change, enregistrées à fin novembre 2017, ont été d'environ 238,4
466 milliards de dirhams. Dans l'hypothèse que le rythme d'importation en 2017 serait similaire à 2016 adoptée par
467 la FED. 17 , ces réserves peuvent couvrir à peine 6 mois d'importations. Le Maroc est donc dans une situation
468 critique en matière de réserves de change. 16 Pour soutenir l'activité économique, la Réserve fédérale américaine
469 a adopté, depuis fin 2008, une politique monétaire expansive qui consiste à maintenir ses taux directeurs entre 0%
470 et 0,25%. 17 Cette hypothèse est pratiquement impossible, parce que le rythme des importations s'inscrit dans
471 un rythme haussier. D'après KRUGMAN (1979), la crise de change dans un pays à régime de change fixe est
472 déclenchée par un la baisse progressive des réserves de change pour atteindre un niveau critique. Cette situation
473 devrait engendrer une sortie massive des capitaux suite à une attaque spéculative soudaine et rapide 18 , faisant
474 détériorer davantage le niveau des réserves de change. Face à ce dernier scénario, les autorités monétaires seraient
475 incapables de défendre l'ancrage du taux de change et finiraient par l'abandonner. D'ailleurs, les expériences des
476 pays émergents au cours de la moitié des années 1990 ont ressorti la nécessité de passer, à un certain moment, à
477 un régime de change flexible. En effet, ces pays qui s'ouvriraient de plus en plus à l'économie mondiale, ont fini par
478 puiser leurs réserves de changes, ce qui les a contraints à passer à un régime flexible avec le déclenchement des
479 crises de change 19 . L'engagement du Royaume dans des divers accords de libre-échange l'amènerait à adopter
480 un régime de change flexible.

481 Le passage vers une flexibilisation du taux de change suppose que l'économie est solide et que la monnaie est
482 forte. En effet, les pays qui choisissent d'abandonner un régime de change fixe pour celui flexible devraient faire
483 face à trois types de difficultés. Il s'agit du désalignement du taux de change réel 20 Pour une sortie réussie d'un
484 régime de change fixe à un régime flexible, un ensemble de conditions devraient être mises en place, à savoir la
485 disposition accompagné de déséquilibres externes et d'un épuisement des réserves de change, de l'impossibilité
486 d'utiliser et de maintenir des taux d'intérêt à des niveaux suffisamment élevés pour pouvoir défendre la monnaie,
487 ainsi que de la volatilité excessive des flux de capitaux qui tend à agir sur la liquidité nationale, à fragiliser
488 le système financier et à créer un environnement macroéconomique instable. La disponibilité des instruments
489 monétaires souples de gestion de liquidité est essentielle à un régime de change flexible. Elle dépend du niveau
490 de développement du marché financier 21 , notamment monétaire, de sa taille 22 Un bon fonctionnement du
491 marché des changes est également nécessaire pour une stratégie de sortie réussie. Une plus grande flexibilité des
492 taux de change est associée à des risques croissants. Les opérateurs du marché doivent ainsi avoir la capacité
493 de se protéger contre de tels risques et éviter que les transactions réelles associées au commerce extérieur soient
494 affectées. Ainsi, la libéralisation sélective des restrictions de change et du contrôle du compte de capital, qui
495 entravent le développement du marché des changes et la capacité des participants du marché à gérer les risques
496 associés à une plus grande flexibilité et des capacités institutionnelles de la Banque centrale. du taux de change,
497 est nécessaire avant une sortie du régime de change fixe.

498 La transparence des mécanismes d'intervention du taux de change est particulièrement indispensable dans le
499 cadre de l'adoption d'un régime de CI, parce que la perception du public que la Banque centrale maintient un
500 objectif implicite du taux de change pourrait porter atteinte à sa crédibilité. Ainsi, la sortie d'un régime de change
501 fixe devrait être précédée par une série de réformes institutionnelles visant à fournir une plus grande indépendance
502 opérationnelle de la Banque centrale et à renforcer sa capacité de surveiller, d'analyser et d'expliquer les évolutions
503 économiques.

504 La détermination du moment du lancement du processus de transition revêt également une importance
505 primordiale. Le processus de sortie devrait être lancé une fois que les réformes structurelles mises en place
506 soient jugées suffisamment profondes.

507 Pour le Maroc, le lancement du processus de sortie vers un taux de change flexible est pour l'instant assez
508 loin. En effet, malgré que la BC soit assez indépendante et transparente, le pays ne possède pas, toutefois, de
509 réserves de change suffisantes. Le processus de transition est également entravé par le manque de profondeur du
510 système financier et le rôle limité du taux d'intérêt dans la gestion de la liquidité.

511 En effet, une flexibilisation du dirham n'est pas envisageable actuellement, compte tenu les caractéristiques
512 institutionnelles du marché des changes et la portée limitée des structures du marché financier, qui conduiraient
513 à des fluctuations erratiques du taux de change à court terme.

514 Ainsi, il s'avère nécessaire que le Maroc développe sa position extérieure globale, ainsi que son marché financier,
515 notamment le marché de change. Il devrait en outre revoir les poids accordés aux devises constituant le panier en
516 optant pour un régime de parité ajustable. Une fois la position extérieure est assez renforcée, il devrait adopter

23 LE RENFORCEMENT DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

517 un régime de bandes de fluctuations mobiles qui constitue un régime transitoire entre la rigidité et la flexibilité du
518 taux de change (Voir les différentes classifications des régimes de change établies par le FMI en Tableau 1). Les
519 autorités monétaires peuvent, dans une première phase, maintenir leur contrôle sur la circulation des capitaux, en
520 soumettant certaines opérations sur les mouvements de capitaux avec l'extérieur à des restrictions. Ce maintien
521 de contrôle permettrait de lui garder une certaine marge de manœuvre sur sa politique intérieure pour assurer
522 la stabilité de la politique de change et de la politique macroéconomique globalement.

523 A noter que la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International encouragent le régime de change souple,
524 parce qu'ils considèrent que la souscription des pays à un taux de change modulable offre plus de possibilités
525 d'adaptation et des coûts d'ajustement plus réduits en cas de chocs, comparativement à l'application d'un taux
526 de change fixe.

527 Section 4: L'approfondissement du marché financier marocain Les réformes financières que la Maroc a adoptées
528 à partir du début des années 1990 ont renforcé la solidité du marché financier marocain. Toutefois, et compte
529 tenu des évolutions que connaissent les marchés financiers internationaux, il reste loin d'assurer une mobilisation
530 efficace de l'épargne et son allocation efficiente dans les circuits économiques.

531 En effet, le marché financier marocain manque de profondeur. Il est fortement concentré, et souffre du
532 manque de liquidité, de non diversification des instruments de financement, ainsi que de la transparence limitée
533 des systèmes d'information.

534 Ces défaillances du marché financier feront l'objet de cette section. Dans ce sens, on va d'abord s'attarder
535 sur la nécessité du renforcement de la concurrence du secteur bancaire, puis sur l'amélioration de la liquidité du
536 marché financier et enfin sur la consolidation de l'intégration financière.

537 21 Le renforcement de la concurrence du secteur bancaire

538 Le degré de concentration du secteur bancaire est très élevé, où les 3 premières banques concentrent 65,9% du
539 total-actif, 66,1% des dépôts et 64,8% des crédits en 2016. Ces trois banques ont ainsi le pouvoir de renverser la
540 tendance du marché. C'est cette concentration qui explique le retard que connaît le marché bancaire marocain
541 et son manque de liquidité comme elle accroît le risque de défaillance.

542 Le taux de bancarisation, à 69%, est en amélioration. En outre, seules six banques, des 14 existantes, sont
543 cotées à la BVC, contribuant de près de 35% de la capitalisation boursière. Il s'agit d'Attijariwafa Bank, de
544 la Banque centrale populaire, de la Banque marocaine du commerce extérieur, de la Banque marocaine pour le
545 commerce et l'industrie, du Crédit du Maroc et du Crédit immobilier et hôtelier.

546 Il est donc important de renforcer la concurrence du secteur bancaire pour favoriser le développement de
547 l'intermédiation financière et soutenir la stabilité et la modernisation du système financier dans son ensemble.

548 Par ailleurs, le cadre réglementaire bancaire devrait être renforcé pour augmenter la résilience des banques à
549 faire face aux différents chocs. En effet, en cas d'une libéralisation totale de la circulation des capitaux et du
550 taux de change, les banques devraient trouver des difficultés à absorber les chocs, ce qui accentue le risque de
551 déclencher une crise financière dont les répercussions pourraient se propager à la sphère réelle, par le biais des
552 crédits.

553 22 L'amélioration de la liquidité du marché financier

554 La liquidité constitue un facteur clé de renforcement de la profondeur du marché financier. La dégradation de
555 l'attractivité de la Bourse de Casablanca provient du gel du processus de privatisation depuis 2006, qui a constitué
556 le moteur de croissance du marché boursier marocain, ainsi que de la faible dynamique de l'économie réelle.

557 Ainsi, il faudrait dynamiser l'activité du marché boursier, en révisant la fiscalité des activités financières, en
558 apportant des améliorations sur le cadre réglementaire pour améliorer le climat des affaires, ainsi qu'en renforçant
559 l'intégration financière et l'accès à l'information. Ce dernier demeure encore coûteux pour les opérateurs du
560 marché.

561 23 Le renforcement de l'intégration financière

562 Le Maroc est quasiment ouvert sur le marché international en ce qui concerne les transactions commerciales.
563 Toutefois, il demeure faiblement ouvert en matière de transactions financières, dont les restrictions restent très
564 élevées.

565 Sur le marché des actions, le Maroc offre aux investisseurs étrangers la possibilité de détenir des titres de
566 participation, alors qu'il impose des contraintes totales sur la détention des titres de participation par des
567 marocains résidents sur les marchés internationaux.

568 Sur le marché bancaire, les banques ont été autorisées à octroyer des crédits en dirhams aux étrangers non-
569 résidents pour le financement de l'acquisition de biens immobiliers au Maroc. Alors que les opérations de crédit
570 des marocains résidents sur le marché international sont fermées. En ce qui concerne le degré d'ouverture du
571 marché monétaire, les opérations des non-résidents sur le marché monétaire national sont moins contrôlées que
572 les opérations des résidents sur le marché monétaire étranger.

573 La réglementation des investissements directs pour les résidents et les non-résidents qu'impose le Maroc s'est
574 assouplie. En effet, le compte capital lié aux IDE a été libéralisé en accordant la liberté aux nonrésidents de
575 procéder à des opérations de transfert du capital pour la réalisation des investissements au Maroc, quelle que

576 soit leur forme (création de société, participation à l'augmentation du capital des sociétés, achat de valeurs
577 mobilières cotées, etc.). Les transferts des revenus générés par ces investissements et les retransferts des produits
578 de liquidation des investissements effectués, y compris les plus-values éventuelles, ont été également autorisés,
579 sans aucune limitation.

580 Les investissements marocains à l'étranger restent soumis à un ensemble restrictions. Toutefois, les autorités
581 publiques ont autorisé les banques, à hauteur de 10% des fonds propres réglementaires, les compagnies d'assurance
582 et de réassurance ainsi que les organismes de retraite jusqu'à 5% du total de leurs actifs, et les OPCVM dans la
583 limite de 10% de leurs actifs, à effectuer des placements en devises à l'étranger.

584 Par ailleurs, le Maroc est considéré comme un pays imposant une fermeture totale des opérations
585 d'investissements de portefeuilles. L'analyse de la structure de la dernière Position Extérieure Globale (PGE),
586 relative à l'exercice 2012, fait ressortir la faiblesse des flux de l'investissement de portefeuille et la non mobilisation
587 des investissements financiers étrangers. Comparativement à d'autres pays, l'évolution des investissements de
588 portefeuilles reste modeste (Voir Graphique 9).

589 Les Pre-Requis A La Mise En Place D'une Politique De Ciblage D'inflation Au Maroc Source: Auteurs, sur
590 la base des données du FMI La part de la capitalisation détenue par les investisseurs étrangers est en baisse,
591 se situant autour de 33% de la capitalisation boursière. Il s'agit essentiellement de participations stratégiques
592 de groupes étrangers dans de grosses capitalisations de la Bourse de Casablanca. Par ailleurs, les investisseurs
593 étrangers concentrent 11,2% du volume des transactions de la BVC.

594 Source: Teneurs de comptes, Bourse de Casablanca, Calculs AMMC

595 24 Conclusion

596 Certes que le Maroc affiche un niveau d'inflation maîtrisé mais c'est en lien notamment avec le soutien des mesures
597 budgétaires et non pas de la conduite de la politique monétaire. L'insoutenabilité de cet appui budgétaire a amené
598 les autorités publiques, dans un premier temps, à adopter une politique d'indexation partielle, pour converger à
599 terme à un abandon total du système des subventions, dans un deuxième temps.

600 Après le recours à ce système d'indexation, l'inflation a augmenté de près de 0,5%. Ce qui a renforcé les
601 inquiétudes sur l'impact d'une indexation totale sur le niveau de l'inflation. Cette dernière pourrait frôler les
602 10% en prenant en considération les impacts directs et indirects d'une telle indexation totale. D'où la nécessité
603 d'adopter une nouvelle politique monétaire qui soit plus active et plus crédible pour atteindre son objectif de des
604 prix.

605 Le ciblage d'inflation représente une stratégie alternative et efficace au régime monétaire actuel. Il requiert,
606 toutefois, la vérification d'un ensemble de conditions préalables dont notamment, la solidité des fondamentaux
607 macroéconomique, le renforcement de l'autonomie de Bank Al-Maghrib, la flexibilisation du taux de change et
608 l'approfondissement du marché financier.

609 Pour le moment, le Maroc souffre d'un certain nombre de défaiillances qui l'empêcherait de mettre en place le
610 ciblage d'inflation. En effet, les fondamentaux économiques sont fragiles. Les déficits budgétaire et de la balance
611 courante sont assez élevés, le niveau de la dette s'est significativement accru et les réserves de changes que possède
612 le pays ne couvrent que 4 mois d'importation.

613 Pour pouvoir adopter effectivement le ciblage d'inflation, il est nécessaire de revoir le modèle de croissance
614 national pour se compter davantage que sur la demande étrangère que la demande interne, afin de drainer les
615 devises et rééquilibrer le déficit de la balance commerciale. En outre, il est indispensable de mettre en place
616 un ensemble de réformes pour améliorer la compétitivité de l'offre exportable du Maroc et l'attractivité de
617 l'environnement des affaires.

618 Par ailleurs, il faudrait renforcer l'indépendance de la Banque centrale pour que la politique monétaire puisse
619 agir indépendamment de la dominance fiscale pour atteindre la stabilité des prix. Cette indépendance devrait
620 être compensée d'un autre côté par l'obligation de rendre compte. En effet, pour évaluer la crédibilité des actions
621 adoptées, il est nécessaire que le Gouverneur de la Banque centrale présente le récapitulatif des actions de la
622 politique monétaire et leur contexte.

623 La transition vers un régime de ciblage d'inflation nécessite l'abandon du régime de change fixe, qui a
624 lourdement pesé sur la balance commerciale marocaine, pour celui flexible. Toutefois, le marché des changes
625 national n'est pas aussi mature pour un flottement pur. Il serait donc opportun d'adopter un régime de flottement
626 encadré, tel que la Thaïlande, qui lui permettrait en cas de besoin, d'intervenir sur le marché de change sans
627 compromettre la croissance économique.

628 Comme dans la majorité des pays qui ont adopté le ciblage d'inflation, le Gouvernement, par le biais du
629 Ministère des finances, ainsi que la Banque centrale doivent collaborer ensemble pour atteindre la stabilité des
630 prix. Le Gouvernement devrait fixer l'objectif d'inflation qui permettrait de soutenir la croissance tout en

24 CONCLUSION

notamment la classe moyenne. Un ciblage direct des populations les plus défavorisées devrait être effectué, pour compenser leur différentiel de pouvoir d'achat 11

;

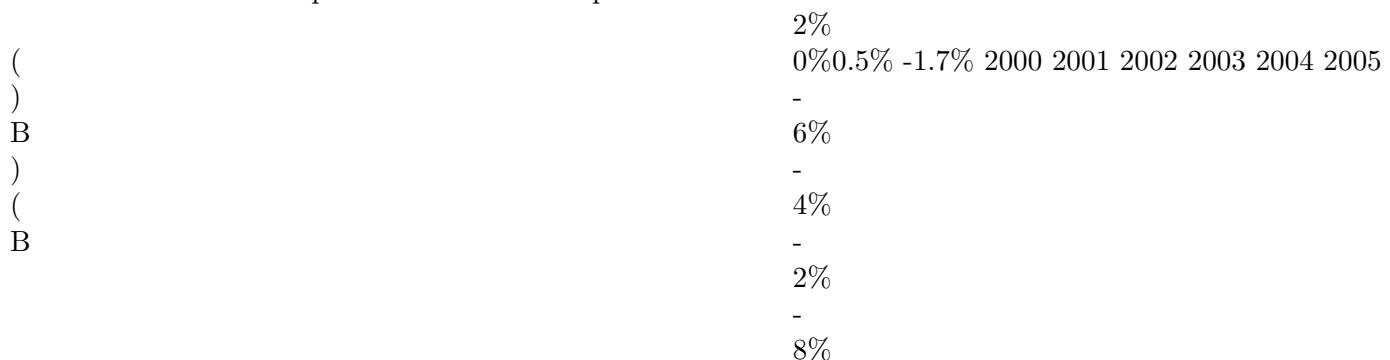
? la réforme de la Caisse de retraite: l'aggravation des déséquilibres financiers des principaux régimes de retraite aurait pour conséquence l'épuisement des

Yeales organismes de retraite, et par effet de contagion Figure 1: -1.2% 4.1% 3.5% 3.1% 1.6% 1.7% réserves a 2019

Year

2019

sur le reste de l'économie nationale. A cet effet, la L'adoption du CI requière donc le rééquilibrage mise e soutenables est indispensable à la mise en place du CI



En outre de la rationalisation des dépenses et

de la maîtrise de la masse salariale, le gouvernement

est amené, pour freiner la dégradation du déficit

budgétaire et garantir la soutenabilité des finances

publiques à moyen terme, à mettre en place un

ensemble de réformes. Il s'agit notamment de :

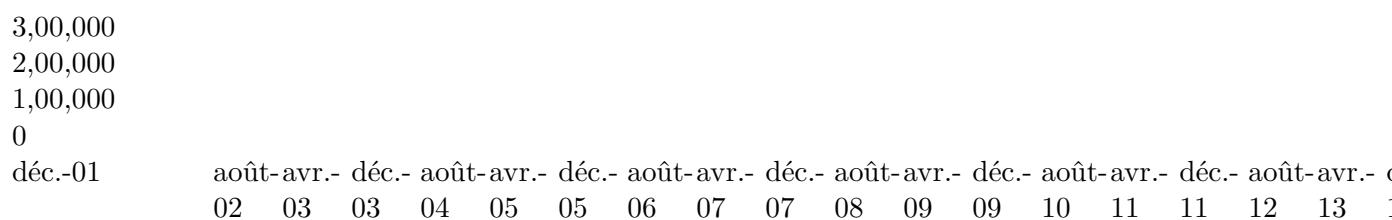
? la réforme fiscale: Pour apaiser les finances publiques, tout en assurant une certaine équité sociale, le g

l'indépendance de la politique monétaire qui représente un pilier fondamental de ce régime.

On peut conclure que l'adoption du CI reste tributaire du renforcement des fondamentaux macroéconomiques nationaux, à savoir le solde budgétaire et le niveau d'endettement, afin de garantir

[Note: volonté de soutenir la croissance dans un contexte de manque de liquidité. L'appui de la politique monétaire à la croissance devrait revêtir un caractère occasionnel et non pas structurel. Il faudrait donc affirmer davantage l'indépendance de la Banque centrale.]

Figure 2: Evolution de la dette extérieure du Trésor (en % du PIB)



[Note: Source: Ministère de l'Economie et des Finances et BKAM Figure 5 : Evolution des réserves de change (en millions de dirhams)]

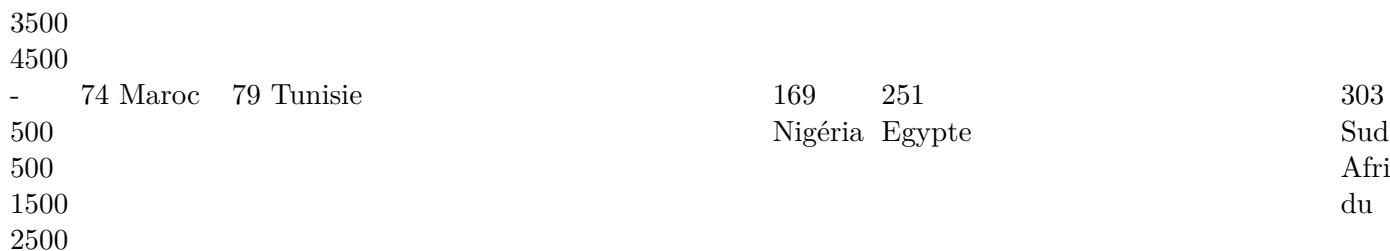
Figure 3:

24 CONCLUSION

En 0
mil- 100
liards200
de 300
DH 400
500
600
700

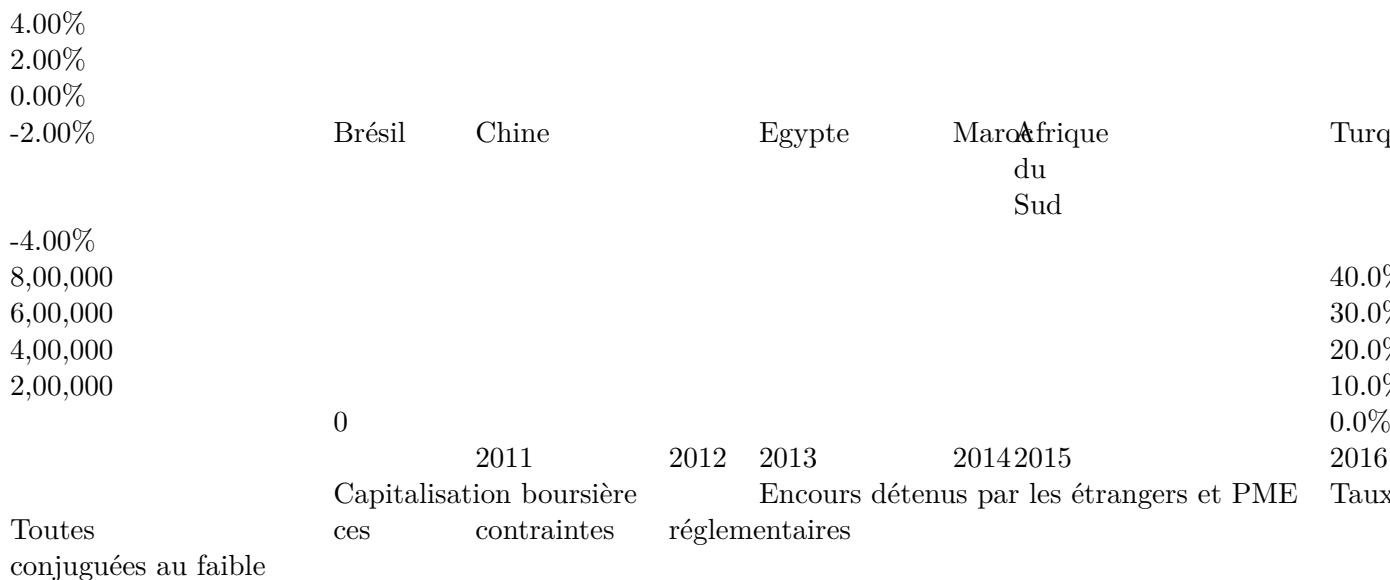
Capitalisation boursière Ratio de liquidité

Sourcedu marché boursier marocain La capitalisation boursière, à 583 milliards de dirhams



[Note: Source: Banque mondialeFigure 7:]

Figure 4:



[Note: © 2019 Global Journals]

Figure 5:

631 préservant les équilibres macroéconomiques et la Banque centrale doit disposer de toute la latitude nécessaire
632 pour atteindre l'objectif d'inflation. ^{1 2 3 4 5 6 7 8 9 10}

¹L'institution monétaire doit être libérée de tout engagement, explicite ou implicite, pour financer le déficit public du gouvernement.² C'est un objectif unique centré sur l'inflation ou une multitude d'objectifs.³ Une balance fiscale équilibrée qui montre qu'il n'existe aucune pression sur la banque centrale pour financer le déficit fiscal.⁴ Une faible dette publique est également un indicateur de l'indépendance de la Banque centrale.

²Cette parité établit que la différence entre l'anticipation du taux de change et le taux de change au comptant est reliée à la différence entre le taux d'intérêt domestique et le taux d'intérêt étranger.⁵ d'atteindre les objectifs fixés, tel est le cas de la Turquie. L'objet de cette section serait de présenter ces prérequis structurels.

³Le système bancaire est stable si la valeur des capitaux dépasse de 10% de la valeur des avoirs risqués. , le déséquilibre de la Les Pre-Requis A La Mise En Place D'une Politique De Ciblage D'inflation Au Maroc © 2019 Global Journals

⁴Plus le déséquilibre entre la monnaie domestique et la devise est important, plus l'économie est face au risque de change en cas de dévaluation de la monnaie.⁶ Face à l'irrégularité des marchés financiers, la maturité des titres financiers joue un rôle particulièrement important dans la stabilité de la politique du ciblage d'inflation. En effet, un marché financier dont la proportion des titres de long-terme est importante, permet d'éviter l'effet des variations trop aléatoires.

⁵Dans ce sillage, le Gouvernement marocain a lancé, en 2014, une nouvelle stratégie industrielle visant la création de nouveaux écosystèmes industriels.

⁶© 2019 Global Journals

⁷La surparamétrisation est une modélisation qui implique trop de paramètres dans un système d'équations.

⁸L'attaque spéculative vient du fait que les opérateurs de marché perçoivent la monnaie nationale comme surévaluée et anticipent sa dévaluation ou encore un abandon de la parité fixe, ce qui rend l'acquisition des devises étrangères plus attrayantes.¹⁹ Crise mexicaine en 1994 et crise asiatique en 1997.

⁹Le mésalignement est la situation dans laquelle le taux de change effectif réel s'écarte du taux de change réel d'équilibre ou de long terme.^{© 2019 Global Journals}

¹⁰Un système financier développé et viable qui permet une certaine fluidité dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire.²² La flexibilisation du taux de change, en cas de marché de change restreint, risque d'augmenter la volatilité du taux de change, conduisant ainsi à une illiquidité ou à un désordre des conditions du marché. D'où la nécessité de mener une période transitoire avant l'adoption d'un régime de change flexible, afin de renforcer la capacité d'atténuation des mouvements du taux de change.

-
- 633 [Mishkin Frederic ()][Mishkin Frederic ()] , S Mishkin Frederic . « *Monetary Policy Strategies for Latin America*
634 2001. 66 (2) . (*Journal of Development Economics*)
- 635 [Parkin Michael and Qu ()] ‘avons-nous appris au sujet de la stabilité des prix ?’. Parkin Michael , Qu . *Banque*
636 *du Canada* 2001.
- 637 [Bank Al-Maghrib, « Rapport annuel sur la supervision bancaire ()] *Bank Al-Maghrib*, « *Rapport annuel sur la*
638 *supervision bancaire*, 2016.
- 639 [Bourse De ()] Casablanca Bourse De . *Rapport annuel*, 2016.
- 640 [Cour des comptes, « Rapport sur la caisse de retraite au Maroc: diagnostic et propositions de réformes ()]
641 *Cour des comptes*, « *Rapport sur la caisse de retraite au Maroc: diagnostic et propositions de réformes*, 2013.
- 642 [Pollin Jean-Paul and Théorie De La Politique Monétaire ()] *Esquisses d'une refondation* », *Revue économique*,
643 « Pollin Jean-Paul , Théorie De La Politique Monétaire . 2005. 56.
- 644 [Houdhri Ehsan and Dalia ()] ‘Exchange rate pass-through to domestic prices: Does the inflationary environment
645 matter?’ U Houdhri Ehsan , S Dalia . *Journal of International Money and Finance* 2006. 25 (4) .
- 646 [Mishkin Frederic ()] *Inflation targeting in emerging market countries* », *Bureau national de la recherche*
647 *économique, Document de travail n° 7618*, S Mishkin Frederic . 2000. Cambridge.
- 648 [Mishkin Frederic and Can ()] *Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?* », *Bureau national de*
649 *la recherche économique, Document de travail n° 10646*, S Mishkin Frederic , Can . 2004. Cambridge.
- 650 [Larcheveque Frédéric and Jean-Pierre ()] Larcheveque Frédéric , Jean-Pierre . *Les enjeux de l'indépendance des*
651 *Banques centrales* », *Economie et Management*, n° 114, 2005.
- 652 [Ho Corinne et al. ()] *Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting*
653 *emerging market economies* », *BIS Working Paper*, n° 130, Ho Corinne , Cauley Mc , Robert . 2003.
- 654 [Nosetti ()] Pietro Nosetti . *Thèse de Doctorat « Les Banques centrales et l'approche contractuelle de*
655 *l'indépendance: les enseignements du cas néozélandais*, 2003. Université de Fribourg.
- 656 [novembre 2005) portant promulgation de la loi n° 76-03 portant statut de Bank Al-Maghrib] n°1-05-38 du 20
657 chaoual 1426. *novembre 2005) portant promulgation de la loi n° 76-03 portant statut de Bank Al-Maghrib*, 23.
- 658 [Office des changes, « Balance des règlements ()] *Office des changes*, « *Balance des règlements*, 2010.
- 659 [Office des changes, « Position financière extérieure globale ()] *Office des changes*, « *Position financière ex-*
660 *térieure globale*, 2012.
- 661 [Du Plessis Stan ()] *Papier rédigé pour le workshop de SARB, CCBS et BoE intitulé "Inflation targeting in*
662 *the context of regional integration in SADC*, A Du Plessis Stan . 2006. Université de Stellenbosch (Inflation
663 targeting: theory and evidence)
- 664 [Sargent Thomas ()] J Sargent Thomas . *Some unpleasant monetarist arithmetic*, 1981. (*Quarterly Review*)
- 665 [Svensson Lars and Price ()] *Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability*
666 », *Bureau national de la recherche économique, Document de travail n° 7276*, E O Svensson Lars , Price .
667 1999. Cambridge.
- 668 [Nguena Christian and Price ()] *Stability Objectives and Economic Growth: A Panel Data Econometrics*
669 *Empirical Investigation for Selected CEMAC Countries*, L Nguena Christian , Price . 2012. University de
670 Yaounde 2 -Centre d'Etude et de Recherche en Economie et Gestion.
- 671 [Mundell Robert ()] ‘The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange
672 Rates’. A Mundell Robert . *Quarterly Journal of Economics* 1960. 74 (2) .
- 673 [Be?ek Zehra Ye?im ()] ‘Thèse de Doctorat « Crédibilité et efficacité de la politique de ciblage d'inflation en
674 Turquie sur la période’. Gürbüz Be?ek Zehra Ye?im . *Université Rennes 2002 et 2006*. 2008. 2.
- 675 [Lucotte Yannick ()] *Thèse de Doctorat « Etudes des interactions entre les stratégies de ciblage d'inflation et leur*
676 *contexte institutionnel : Application aux économies émergentes*, Lucotte Yannick . 2012. Université d'Orléans.
- 677 [Fattoum Asma ()] *Thèse de Doctorat « Politique monétaire et gestion des entrées de capitaux: Le Cas des*
678 *marchés émergents*, Fattoum Asma . 2005. Université Louis Lumière-Lyon 2.
- 679 [Bousrih Jihène ()] *Thèse pour l'obtention du Doctorat « L'adoption de la politique de ciblage d'inflation dans les*
680 *marchés émergents : Apport théorique et validation empirique*, Bousrih Jihène . 2011. Université de Rennes
681 1.
- 682 [Batini Nicoletta and Douglas ()] ‘Under what conditions can inflation targeting be adopted?the experience of
683 emerging markets », dans *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Batini Nicoletta , Douglas . *Banque*
684 *centrale du Chili* Frederic S. MISKIN & Klaus SCHMIDT-HEBBEL ainsi que Norman LOAYZA & Klaus
685 Schmidt-Hebbel éditions (ed.) 2007. 11.
- 686 [Krugman ()] ‘‘ A model of Balance-of-payment crises’. Paul Krugman . *Journal of money, credit and banking*
687 1979. 11 (3) p. .

- 688 [Eichengreen Barry ()] « *Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?* », *Département de*
689 *recherche de la Banque centrale du Brésil, Document de travail n° 36*, Julian Eichengreen Barry . 2002.
- 690 [Calvo Guillermo ()] « *Capital Markets and the exchange Rate*, A Calvo Guillermo . 1999. Université de Maryland.
- 691 [Ca'zorzi Michele et al. ()] « *Exchange rate pass-through in emerging markets* », *Banque centrale européenne, Document de travail n° 739*, Ca'zorzi Michele , Elke Hahn , Sanchez Marcelo . 2007.
- 692 [Blanchard Olivier ()] « *Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil* », *Bureau national de la recherche économique, Document de travail n° 10389*, Blanchard Olivier . 2004. Cambridge.
- 693 [Sylvester and Maria ()] « *How Transparent Are Central Banks?* », *Cambridge Working Papers in Economics n° 0411, Faculté d'économie*, C W Sylvester , Maria . 2004. Université de Cambridge.
- 694 [Scott ()] « *Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges* », *IMF working paper, Fond monétaire international, Document de travail n° 09/236*, Roger Scott . 2009.
- 695 [Schmidt-Hebbel Klaus and Werner Alejandro ()] ‘‘ Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate ’’. M Schmidt-Hebbel Klaus , Werner Alejandro . *LACEA -Latin American and Caribbean Economic Association* 2002. 2 (2) . (Journal of LACEA Economia)
- 696 [Taylor John ()] ‘‘ Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms’’. B Taylor John . *European Economic Review* 2000. (7) p. 44. (Thèses de Doctorat)
- 697 [Cukierman Alex et al. ()] ‘‘ Measuring The Independence of Central Banks and Its Effect on’’. Cukierman Alex , Bilin , B Webb Steven . *Policy Outcomes* , *World Bank Economic Review* 1992. 6 (3) .
- 698 [Gagnon Joseph ()] ‘‘ Monetary policy and exchange rate pass-through’’. E Gagnon Joseph . *International Journal of Finance & Economics* 2004. Publié par John Wiley & Sons, Ltd. 9 (4) .
- 699 [Campa et al. ()] « *Pass through of exchange rates to consumption prices: what has changed and why?* », *Bureau national de la recherche économique, Document de travail n° 12547*, Jose Campa , Manuel , S Goldberg Linda . 2006. Cambridge..
- 700 [Masson Paul et al. ()] « *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries* », *IMF Working Paper n° 97/130, Fond monétaire international*, Masson Paul , Miguel Savastano , Sharma Sunil . 1997.
- 701
- 702
- 703
- 704
- 705
- 706
- 707
- 708
- 709
- 710
- 711
- 712