

Éventuelles implications de la sortie de la fixité du régime de change sur le choix d'une nouvelle stratégie monétaire : recommandations aux autorités monétaires marocaines

Possible implications of the exit from the fixed exchange rate regime on the choice of a new monetary strategy: recommendations to Moroccan monetary authorities

Younes AIT HMADOUCH

Professeur d'Économie et de Finance, Faculté d'Économie et de Gestion, Université Ibn Tofail, Kénitra, Maroc

Résumé. En analysant les interactions entre stratégie de politique monétaire et régimes de change adoptés au Maroc, la particularité du présent article est qu'il n'étudie pas l'impact de la politique de change et/ou de la politique monétaire sur un ou des indicateurs économiques, mais il étudie plutôt l'implication de la réforme touchant la politique de change sur la nécessité de mener une autre réforme touchant la politique monétaire. Je montre ainsi sur cet article que le ciblage d'inflation, que Bank Al-Maghrib envisage d'adopter suite à l'abandon graduel de l'ancrage du taux de change, n'est pas adapté à la nature des chocs économiques au Maroc et ne ferait que pénaliser l'économie marocaine. Je recommande alors comme stratégie alternative, une éventuelle adoption du ciblage du PIB nominal au lieu du ciblage d'inflation, afin d'améliorer la transmission de la politique monétaire à l'activité économique.

Mots clés : *Stratégie monétaire, régime de change, mandat dual, ciblage du PIB Nominal.*

Abstract. Through the analysis of the interactions between monetary policy strategy and exchange rate regimes adopted in Morocco, the particularity of this article is that it does not study the impact of exchange rate policy and/or monetary policy on economic indicators, but rather to that, it analyzes the implication of the reform affecting exchange rate policy on the need for another reform affecting monetary policy. I thus show in this article that inflation targeting, which Bank Al-Maghrib plans to adopt following the gradual abandonment of the exchange rate anchor, is not adapted to the nature of economic shocks in Morocco and would only penalize the Moroccan economy. I therefore recommend as an alternative strategy, the possible adoption of nominal GDP targeting instead of inflation targeting, in order to improve the transmission of monetary policy to economic activity.

Keywords : *Monetary strategy, exchange rate regime, dual mandate, Nominal GDP targeting.*

1. Introduction

La conduite de la politique monétaire est toujours conditionnée par la politique de change adoptée par le pays. Le passage du Maroc à un régime de change de plus en plus flexible a des implications éventuelles sur la politique monétaire, notamment sur le choix de sa stratégie d'ancrage et sur le fonctionnement du canal du taux de change. Pour comprendre ces interactions, il est important de présenter l'évolution du régime de change au Maroc et du compte capital, ainsi que l'autonomie de la politique monétaire au Maroc à travers la transposition du triangle d'incompatibilité au cas Marocain avant de passer à la valeur ajoutée de la présente contribution qui est l'étude de l'éventuelle implication de la réforme du régime de change sur la stratégie monétaire, ainsi que les principales limites que je soulignerai pour

montrer l'inadaptation du ciblage d'inflation au contexte du Maroc en particulier et des PED en général.

2. Réforme du régime de change et compte capital au Maroc

Depuis les crises financières qui ont touché les pays émergents dans les années 1990, la problématique du choix des régimes de change a été remise en lumière chez les économistes. Ce débat sur le choix optimal du régime de change reste toujours sans consensus clair dans la recherche en sciences économiques (El Hammas et Slah (2006)). La difficulté en matière de choix du régime de change s'explique par la multitude des facteurs qui influencent cette décision (Husain (2006)). La littérature dans ce sens converge dernièrement vers le conditionnement du choix du régime de change par le niveau de développement du pays (Cruz Rodriguez (2016)), ce qui a été souligné bien avant par la contribution de Frankel (1999), qui montre qu'il n'existe pas de régime de change qui convient à tous les pays et à tout moment (No single currency regime is right for all countries or at all times), en liant ce choix aux spécificités de chaque pays.

Le choix d'un régime de change pour les pays développés est différent de celui adopté par les pays émergents ou encore par les PED. La littérature montre que les PED souffrent d'un faible niveau de crédibilité des institutions ainsi que d'un accès limité aux marchés des capitaux internationaux. Ceci constitue l'un des arguments de l'adoption des régimes de changes fixes par les PED, notamment en permettant à leurs autorités monétaires de garantir un degré de crédibilité de leur politique monétaire par l'ancrage nominal du taux de change. Cependant, les pays émergents sont plus ouverts à l'international, ce qui rend les régimes de change fixes générateurs de crises (Husain et al. (2005)). Les pays développés ont beaucoup profité des régimes de changes flexibles, ce qui s'explique par leurs niveaux élevés de développement économique et institutionnel (Rogoff et al. (2003)).

Les régimes de changes pratiqués sont multiples et ne se résument pas seulement aux trois blocs « fixe », « flexible » et « intermédiaire ». En outre, il n'existe pas une seule approche en matière de classification des régimes qui appartiennent à chaque bloc, d'où l'intérêt d'étudier la typologie des régimes de change.

2.1. Classification des régimes de change

L'un des grands problèmes de l'analyse empirique des régimes de change est leur classification. La littérature identifie deux approches pour résoudre ce problème : la classification de jure et la classification de facto.

La classification de jure repose sur ce que le pays déclare comme régime adopté. Toutefois, plusieurs études, dont Calvo et Reinhart (2002), Reinhart et Rogoff (2004), Levy-Yeyati et Sturzenegger (2005) et Cruz-Rodriguez (2013), ont montré que les politiques de change pratiquées par les pays ne correspondent pas toujours aux régimes annoncés officiellement. Ainsi, des pays qui se déclarent floteurs purs par exemple interviennent parfois dans le marché des changes pour influencer la valeur externe de leur monnaie. Ce phénomène est appelé « peur du flottement » (fear of floating) selon Calvo et Reinhart (2002).

La classification de facto est alors basée sur ce que pratiquent réellement les pays et non sur ce qu'ils déclarent. Ainsi, plusieurs méthodes ont été utilisées dans la littérature pour classer les régimes de change, dont celles de Ghosh et al. (1997), Bailliu et al. (2001), Poirson (2002), Bubula et Otker-Rober (2002), Reinhart and Rogoff (2004), Shambaugh (2004), Dubas et al. (2005), Levy-Yeyati et Sturzenegger (2005), Bérnassy-Quéré et al. (2006), Frankel et Wei (2008), Ilzetski et al. (2010). Ces contributions proposent des méthodes qui sont généralement basées sur l'analyse des données liées au taux de change nominal, aux réserves de change et au taux d'intérêt. Les études empiriques qui utilisent la classification de jure peuvent avoir des résultats biaisés si elles se basent seulement sur les

régimes déclarés par les pays. Toutefois, la classification de jure a l'avantage de la disponibilité des données, ce qui n'est pas le cas pour la classification de facto.

Après l'utilisation de la classification de jure par le FMI depuis 1950, en publiant chaque année le rapport dit «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions », il est passé en 1998 à la classification de facto pour les raisons que nous avons soulignées. La méthodologie de facto de 1998 du FMI a été révisée en 2009 suite aux mutations économiques et monétaires qu'a connues le monde, notamment pour prendre en considération les nouvelles pratiques et interventions des pays dans le marché de change qui sont devenues de plus en plus complexes.

La méthodologie du FMI de 2009 comprend dix catégories de régimes regroupées dans les quatre blocs suivants : les régimes de fixité extrême (hard pegs), les régimes intermédiaires (soft pegs), les régimes du flottement (floating arrangements) et les régimes résiduels (residual).

A. Les régimes de fixité extrême (hard pegs) : ce groupe comprend deux catégories.

- Le régime des pays n'ayant pas de monnaie officielle distincte ou Exchange Arrangement with No Separate Legal Tender :

L'appartenance d'un régime de change d'un pays à cette catégorie nécessite la confirmation de jure des autorités monétaires de la circulation d'une seule monnaie étrangère ayant cours légal dans le pays en question (comme la dolarisation). L'adoption de ce régime implique l'abandon total de la politique monétaire nationale par les autorités monétaires. Il est à noter que ce régime ne concerne pas les pays qui adoptent une monnaie unique puisque la responsabilité de la politique monétaire est partagée entre les membres de l'union monétaire.

- Le régime de la caisse d'émission ou Currency Board Arrangement :

La classification de facto du régime de change d'un pays dans le régime de la caisse d'émission nécessite la déclaration de jure des autorités monétaires de son adoption, puisqu'il implique l'engagement législatif explicite du pays à échanger sa monnaie contre une devise étrangère spécifique à un taux de change fixe, avec l'obligation légale de respecter cet engagement. Cet engagement laisse peu de place à une politique monétaire discrétionnaire et tolère une flexibilité très limitée.

B. Les régimes intermédiaires (Soft pegs) : ce groupe comprend cinq catégories.

- Le régime du rattachement conventionnel ou Conventional pegged arrangement :

Les pays qui adoptent le régime du rattachement conventionnel annoncent officiellement qu'ils rattachent leur monnaie nationale selon un taux de change fixe avec une devise étrangère ou un panier de devises, généralement celles de leurs partenaires économiques, avec des pondérations qui reflètent le poids de chaque pays dans les échanges commerciaux ou dans les flux des capitaux. Pour maintenir cette parité fixe, les autorités monétaires interviennent directement sur le marché à travers la vente et l'achat de devises. La Banque centrale peut intervenir indirectement en influençant le taux de change par les changements du taux directeur ou en imposant des dispositions aux opérateurs de change qui limitent leur marge de manœuvre. La classification du régime de change du pays dans le régime du rattachement conventionnel est confirmée par l'annonce de jure que les autorités vont garder le taux de change dans une bande de fluctuation de +/-1% maximum et ça se confirme de facto empiriquement par la fluctuation du taux de change dans une fourchette ayant des marges maximales de +/- 1% autour d'un taux central pour au moins six mois.

- Le régime stabilisé ou Stabilized Arrangement :

La classification du régime de change d'un pays dans le Stabilized arrangement ne nécessite pas un engagement explicite du pays concerné de garder le taux de change dans la fourchette de +/- 1% autour d'un taux central, par rapport à une ou un panier de devises

étrangères. La classification de facto dans ce régime se fait à travers la confirmation par des méthodes statistiques qui montrent que la fluctuation du taux de change reste dans la fourchette de +/-1% pour une période de plus de deux mois et que les autorités monétaires interviennent pour influencer le taux de change directement ou indirectement.

- Régime de rattachement du taux de change à l'intérieur de bandes horizontales ou Pegged exchange rate within horizontal bands

La classification dans le régime de rattachement du taux de change à l'intérieur de bandes horizontales requiert la confirmation de jure du pays de l'adoption de ce régime et sa déclaration au FMI. Ce régime implique que la fluctuation du taux de change dépasse l'intervalle de +/- 1% autour d'un taux central fixe, ou bien la marge de fluctuation entre le taux maximum et le taux minimum dépasse 2%. Ce régime inclut aussi les pays Européens qui adoptent le deuxième « Mécanisme de taux de Change Européen » ou MCE II (European Exchange Rate Mechanism ou ERM II) qui a remplacé l'ancien MCE en janvier 1999, dédié aux pays Européens qui n'ont pas adopté la monnaie unique et dont la fluctuation du taux de change de leur monnaie dépasse l'intervalle de +/- 1%.

- Le régime de la parité à crémaillère ou Crawling peg

Pour classer un régime en tant que Crawling Peg, les autorités monétaires doivent le confirmer de jure. Dans le cadre de ce régime, l'ajustement du taux de change se fait suite aux changements de quelques indicateurs quantitatifs comme le changement du différentiel du taux d'inflation par rapport aux pays partenaires ou bien le changement du différentiel entre le taux d'inflation ciblé et le taux d'inflation anticipé des principaux pays partenaires.

- Crawl-like Arrangement :

La classification de facto dans le régime dit Crawl-like Arrangement suppose la vérification par des méthodes statistiques confirmant que la fluctuation du taux de change (de manière continue) s'effectue dans une marge qui dépasse l'intervalle de +/-1% (ou une fourchette de fluctuation minimale de 2%), pour une période excédant six mois. En outre, Les conditions du flottement du régime ne doivent pas être vérifiées.

C. Les régimes du flottement (floating arrangements): ce groupe comprend deux catégories.

- Le régime du flottement ou Floating

La classification dans le régime du flottement ou Floating suppose que la variation du taux de change est « largement » déterminé par le marché. Contrairement au régime du Crawl-Like Arrangement où la condition principale est le dépassement de l'intervalle de +/- 1% (même en présence des interventions des autorités), la possible stabilité de la fluctuation du taux de change en dehors de cet intervalle ne doit pas résulter des interventions des autorités monétaires pour que le régime ne soit pas classé en tant que Crawl-Like Arrangement. Les autorités monétaires ne doivent intervenir que pour prévenir des fluctuations éventuelles excessives du taux de change et non pour le garder à un niveau ou une fourchette déterminée. L'importance des fluctuations du taux de change dans le régime du flottement dépend de l'importance des chocs externes qui touchent l'économie.

- Le régime du flottement libre ou Free Floating :

La classification en tant que régime du flottement libre implique que la variation du taux de change résulte quasi-totalement du marché. Les interventions doivent être alors très limitées, dans le sens où les autorités ont l'obligation de présenter les informations et les données nécessaires pour démontrer que ces interventions ne dépassent pas trois reprises et que chaque intervention ne dure pas plus que trois jours ouvrables durant les six derniers mois. Si le pays ne présente pas au FMI ces informations, le régime sera classé comme « régime du flottement » au lieu de ça soit un « régime du flottement libre ».

D. Les régimes résiduels (residual).

Ce groupe comprend les « autres régimes gérés » ou « Other managed arrangement », est utilisé pour classer un régime qui ne respecte pas les conditions citées dans l'ensemble des catégories présentées.

2.2. Évolution du régime de change au Maroc et sa réforme

Depuis le remplacement du Franc Marocain par le Dirham en 1959, jusqu'à l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973, le Maroc adoptait un régime de parité fixe en rattachant le Dirham au Franc Français et au Dollar Américain et utilisait cette parité pour déterminer indirectement le cours de change du Dirham contre les autres devises étrangères. Avec la fin du système de Bretton Woods, le Maroc a adopté en 1973 un régime qui rattache le Dirham au Franc Français à un panier de huit devises des partenaires commerciaux du pays. Ce régime a permis d'assurer la stabilité monétaire externe du Maroc jusqu'en 1979, malgré le changement dans la structure du commerce extérieur du pays, notamment des importations, qui a résulté du choc pétrolier. Ce n'est que jusqu'en 1980 que le Maroc a revu le poids de chaque devise dans le panier de rattachement, pour mieux refléter l'importance du Dollar dans le commerce international. La période entre 1980 et 1985 s'est caractérisée par une dépréciation du taux de change effectif réel du Dirham de 37%, notamment suite au plan d'ajustement structurel. Cependant, la période entre 1987 et 1990 qui a connu une stabilité relative du taux de change, a terminé par le renforcement des monnaies européennes dans le panier des devises, mais aussi par la dévaluation de 9,25% du Dirham en 1990, dans l'objectif de soutenir les exportations. La période entre 1990 et 2001 a connu une politique de change passive. Vers la fin de cette période, un réaménagement du panier de devises de rattachement a été mené en 1999, pour remplacer les monnaies européennes par l'Euro.

En 2001, la composition du panier a été modifiée en le limitant à l'Euro, avec une pondération de 80%, et au Dollar américain avec un poids de 20%, ce qui a conduit à une dévaluation de 5% du Dirham. Ce n'est qu'en 2015 que les poids de ce panier ont été révisés pour les remplacer par les pondérations de 60% et 40% pour l'Euro et le dollar américain respectivement.

Depuis la nouvelle classification de 2009¹ jusqu'en 2017, le FMI classait de facto le régime adopté par le Maroc dans la catégorie du Rattachement conventionnel ou Conventional Pegged Arrangement. Le régime qui était adopté par le Maroc rattachait le dirham à l'Euro et au dollar dans une bande de fluctuation de +/- 0,3% autour d'un taux de change central. La classification de facto de ce régime par le FMI dans la catégorie du Conventional Pegged Arrangement confirme qu'au Maroc le régime de jure correspond au régime de facto du FMI, puisque ce dernier montre que les autorités marocaines ont toujours respecté le régime annoncé.

Début de la réforme

Dans le cadre de l'ancien régime du rattachement conventionnel, les autorités monétaires avaient la responsabilité de satisfaire les besoins en devises des opérateurs à des taux de change quasi-fixes, quel que soit la conjoncture. Bank Al-Maghrib juge alors que cette situation présente une source de pressions sur les réserves de changes dans le cadre de ses interventions. D'une autre part, les autorités marocaines considèrent que l'ancien régime ne participe pas au processus d'intégration de l'économie marocaine à l'international. Les autorités marocaines jugent aussi que l'ancien régime de change ne permet pas de faire face aux chocs externes et ne contribue pas à la promotion de la compétitivité de l'économie

¹Avant 2009, le FMI classait le régime de change du Maroc dans la catégorie "Autre régime fixe de rattachement conventionnel" (*Other Conventional Fixed Peg Arrangement*) selon l'ancienne méthodologie de classification

marocaine. Pour l'ensemble de ces raisons, le Maroc a décidé de migrer graduellement à un régime de change flottant, avec l'assistance du FMI et de certaines Banques centrales pour bénéficier de leurs expériences en matière d'adoption du régime de change flottant.

Ainsi, le Ministère de l'Économie et des Finances et Bank Al-Maghrib ont publié officiellement le 12 janvier 2018 la décision de l'adoption du nouveau régime de change ainsi que ses modalités d'application². Cette réforme a consisté principalement à élargir la bande de fluctuation du taux de change de +/- 0,3 % à +/- 2,5 % autour d'un taux central, par référence au panier de devises dont la composition n'a pas été changée (60% en Euro et 40% en dollar américain). Bank Al-Maghrib fixe le cours central du dirham³ et peut procéder à son actualisation en cas de forte variation des taux de change sur le marché international. En ce qui concerne les opérations de change manuel, les opérateurs doivent appliquer des taux de change compris à l'intérieur d'une bande de fluctuation de +/- 5%.

Dans la continuité de cette réforme, le 9 mars 2020 les autorités monétaires ont décidé d'élargir la bande de fluctuation du taux de change de +/-2,5% à +/-5%.

Toutefois, comme nous l'avons souligné ci-haut en matière de différence entre la classification de jure et de facto, les régimes annoncés par les autorités monétaires marocaines ne correspondent pas forcément aux régimes réels de facto. Ainsi, les autorités monétaires ont annoncé le 15 janvier 2018 au FMI que le régime de jure était le régime de rattachement du taux de change à l'intérieur de bandes horizontales ou Pegged exchange rate within horizontal bands. Ceci dit, si la fluctuation du taux de change dépasse les bornes de +/- 1% autour du taux central pour au moins six mois en 2018, tout en restant à l'intérieur de la bande annoncée de +/- 2,5 %, le régime pourrait être classé en tant que Pegged exchange rate within horizontal bands (régime annoncé) selon les conditions de classification de facto du FMI. Cependant, le rapport publié par le FMI en Août 2020 dit Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions a classé de facto le régime de change marocain en tant que Stabilized Arrangement et non pas Pegged exchange rate within horizontal bands. Le FMI l'a classé ainsi puisqu'il rapporte que l'évolution du taux de change n'a pas dépassé +/-1%. Nous interprétons cette stabilité du taux de change par le fait qu'il ne subit pas des chocs importants vu la faible intégration des marchés marocains dans l'économie internationale. De 2015 à 2019 (les informations de l'année 2017 ne sont pas disponibles), le FMI a classé de facto le régime de change marocain comme suit :

Année	2015	2016	2018	2019
Régime de facto selon la méthodologie du FMI	Conventional peg	Conventional peg	Conventional peg	Stabilized arrangement

Le passage de facto du régime de change au Maroc du Conventional peg au Stabilized arrangement s'explique seulement par l'annonce du Maroc qu'il ne s'engage plus de jure à garder le taux de change dans la bande de +/-0,3% et qu'il pourrait la laisser jusqu'à +/-2% (annonce de janvier 2018) et puis jusqu'à +/-5% (annonce de mars 2020), mais le taux de change est resté dans la bande de +/-1%.

²Voir la décision du gouverneur de Bank Al-Maghrib N° 1/W/18 du 12 janvier 2018, les lettres circulaires de Bank Al-Maghrib N° LC/BKAM/2018/1 et LC/BKAM/2018/2 du 12 janvier 2018.

³Bank Al-Maghrib peut aussi fixer les taux de change limite dans les bandes de fluctuation du dirham contre des devises autres que l'Euro et le dollar dans des situations particulières.

Le nouveau régime de change au Maroc est alors considéré comme un régime intermédiaire mais qui s'approche de plus en plus du flottement. Les autorités monétaires marocaines ont exprimé leur intention de passer dans le futur au régime du flottement de manière graduelle selon différentes phases du processus de transition. Le FMI juge que les prérequis pour le flottement du régime de change au Maroc sont généralement satisfaits et que la flexibilisation du taux de change permettra de renforcer sa capacité à absorber les chocs externes et préserver sa compétitivité externe (FMI (2018)).

2.3. Restrictions sur le compte capital et financier au Maroc

Selon la méthodologie du FMI de la balance des paiements et de la position extérieure globale, le compte capital enregistre les opérations de transfert en capital, ainsi que l'achat et la cession d'actifs non financiers non produits entre résidents et non-résidents. Le compte financier retrace les opérations internationales sur les produits financiers. Le compte capital et financier retrace les flux financiers et de capitaux entre un pays et ses partenaires, ce qui influence le niveau des réserves changes du pays. Les restrictions liées alors au compte capital et financier ont pour objectif de contrôler les flux de capitaux et de cela le niveau des réserves en devises.

Les mesures prises par les autorités marocaines pour libéraliser le système financier restent limitées pour le cas du compte capital et financier, en maintenant toujours quelques restrictions sur la mobilité des capitaux. Le compte capital est alors partiellement ouvert aux résidents, contrairement aux non-résidents, dans le sens où la détention des actifs étrangers par les marocains résidants au Maroc est limitée. Les restrictions sur les sorties de capitaux concernent des opérations telles que les placements en devises effectués par les institutions financières, ainsi que les investissements étrangers des entreprises non financières marocaines.

Pour les opérations de placement en devises à l'étranger, les principales restrictions dans la réglementation prévoient une limite de 10% de la valeur des actifs pour les OPCVM, une limite de 5% du montant total des actifs des sociétés d'assurance et de réassurance, ainsi qu'une limite de 5% du montant total des réserves des organismes de retraite, selon la circulaire n° 1721 de l'office des changes. Pour les banques, ladite circulaire précise que les conditions de placement des banques sont fixées par Bank Al-Maghrib. Toutefois, la réglementation des changes et des opérations de placement en devises à l'étranger prévue par Bank Al-Maghrib reste ambiguë sur cette question. Ainsi, la nouvelle lettre circulaire relative aux modalités des opérations des changes n°LC/BKAM/2018/2 du 12 janvier 2018, qui abroge et remplace la lettre circulaire n° 134/DOMC/07 du 8 août 2007 relative aux dépôts et placements en devises à l'étranger précisant les modalités d'application de la circulaire de l'office des changes n° 1721, ne prévoit aucune disposition qui précise la limite maximale des placements des banques à l'étranger. La nouvelle lettre circulaire de 2018 a supprimé la disposition qui limitait le placement en devises à l'étranger dans l'espace. L'ancienne disposition supprimée qui était prévue dans l'ancienne lettre circulaire notait que seules les émissions effectuées dans les pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE), de l'Union Européenne et de l'Union du Maghreb Arabe (UMA), sont permises et que les dépôts monétaires doivent être effectués auprès des institutions installées dans lesdits pays. Pour la durée des placements à l'étranger des banques, elle a été assouplie à 5 ans depuis août 2007.

Pour les personnes morales résidentes au Maroc en général, la limite de leurs investissements à l'étranger est de 50 MDH, avec une exception pour les investissements directs en Afrique qui peuvent aller jusqu'à 100 MDH.

En ce qui concerne les placements à l'étranger des sociétés financières ayant bénéficié du statut Casablanca Finance City (CFC), la réglementation prévoit qu'il n'y a pas de limite

pour la part du capital souscrite par les non-résidents ou les étrangers résidents. Toutefois, les limites fixées pour les personnes morales résidentes s'appliquent à la part du capital des sociétés ayant le statut CFC qui n'est pas souscrites par les non-résidents ou les étrangers résidents (voir circulaire n° 1/2015 de l'office des changes).

Pour le cas des personnes physiques, plusieurs restrictions sur les sorties de capitaux sont prévues par la réglementation des changes. Nous pouvons citer à titre d'illustration la dotation annuelle de voyage de 40 000 dirhams, la dotation annuelle au titre des voyages religieux tel que la Omra⁴ dont la limite est de 15 000 dirhams, la limite de transfert mensuel de 10 000 dirhams pour les étudiants non boursiers, ainsi que d'autres restrictions sur les sorties de capitaux inscrites dans l'Instruction Générale des Opérations de Change de l'office des changes.

En ce qui concerne les entrées de capitaux, la réglementation n'est pas assez restrictive comparativement aux dispositions qui s'appliquent aux flux de capitaux à l'étranger. Ainsi, le compte capital est totalement ouvert pour les non-résidents, notamment pour leurs transferts vers le Maroc. Cependant, les investissements étrangers au Maroc subissent quelques restrictions particulières dans certains secteurs. Nous pouvons en citer la limite de contrôle de 49% dans le capital des sociétés opérant dans les secteurs des transports aériens et maritimes, ainsi que dans le secteur de la pêche maritime. Les investisseurs étrangers sont aussi privés de détenir des terres agricoles et la réglementation leur offre seulement la possibilité de les louer pour une période maximale de 99 ans.

Le compte capital et financier au Maroc est alors en grande partie ouvert pour les non-résidents, mais il connaît toujours des restrictions importantes pour les résidents.

3. Triangle d'incompatibilité et autonomie de la politique monétaire au Maroc

La combinaison entre le régime de change adopté et degré d'ouverture du compte capital d'une économie impacte le niveau d'autonomie de la politique monétaire et son pouvoir à poursuivre les objectifs internes. Cette relation trouve son explication dans la théorie appelée « Triangle d'incompatibilité », « Trinité impossible ou Trinité ». Cette théorie a été initiée dans les années 1960s par Robert Mundell et Marcus Fleming dans le cadre de leur modèle dit Mundell-Fleming qu'ils ont développé séparément pour reconsidérer le modèle IS-LM en économie ouverte.

3.1. Présentation du trilemme de Mundell-Fleming

Le Triangle d'incompatibilité (Mundell (1961, 1962 et 1963) et Fleming (1962)) suppose que les économies « ouvertes » font face à un trilemme macroéconomique en étant obligée à renoncer à l'une des options suivantes : la stabilisation du taux de change à travers un régime de change fixe, l'intégration financière internationale à travers la mobilité des capitaux, et l'atteinte des objectifs internes de la politique monétaire à travers son autonomie. Ainsi, quand un pays essaye de satisfaire ces trois options à la fois, il y aura une incompatibilité macroéconomique qui pousse à renoncer à l'une de ces trois priorités. Pour illustrer cette incompatibilité, nous allons présenter les trois combinaisons possibles qui permettent de résoudre ce trilemme. L'objectif est d'expliquer que pour chacune des trois combinaisons, les autorités sont obligées de renoncer à l'un des objectifs du triangle d'incompatibilité pour avoir une combinaison compatible.

1^{ère} possibilité : renoncer à l'autonomie de la politique monétaire au profit de la libéralisation des mouvements de capitaux et de la fixité du régime de change.

⁴La dotation pour le Hadj est communiquée annuellement par l'Office des Changes. Pour 2018, elle a été de l'ordre de 45 551,25 dirhams, avec une dotation supplémentaire de 10 000 dirhams pour les dépenses quotidiennes.

Dans l'objectif de l'intégration financière internationale, la libéralisation des mouvements des capitaux impacte les niveaux d'offre et de demande de devises étrangères suite à la liberté des entrées et sorties de capitaux. Ainsi, l'accroissement des flux de devises exerce de fortes pressions sur le taux de change. Ces pressions constituent une contrainte pour les pays qui adoptent un régime de change fixe dans le sens où les autorités monétaires doivent intervenir massivement pour respecter la fixité du régime de change et faire face aux fluctuations du taux de change dans le marché. Mises à part les interventions directes de la Banque centrale sur le marché de change à travers l'achat et la vente de devises, les autorités monétaires recourent aux ajustements du taux directeur et de la base monétaire pour influencer le taux de change et le ramener au niveau déclaré dans le régime de change. Les instruments de la politique monétaire deviennent dépendants du taux de change et de la politique monétaire des pays partenaires. La Banque centrale ne reste plus libre en matière de poursuite des objectifs internes, d'où la perte de l'autonomie de sa politique monétaire (Goodfriend et Prasad (2006)).

2^{ème} possibilité : renoncer à la libéralisation des mouvements des capitaux au profit de la fixité du régime de change et de l'autonomie de la politique monétaire.

Afin que la politique monétaire puisse affecter ses instruments à la fois aux objectifs internes (taux d'inflation et croissance économique) et au respect du régime de change fixe, les fortes pressions sur le taux de change induits par les mouvements accrus de capitaux doivent être limitées. Les restrictions sur les mouvements de capitaux à travers le contrôle des changes permettent alors d'assurer à la politique monétaire une certaine autonomie pour qu'elle ne se concentre pas seulement sur la fixité du taux de change ainsi que la contrainte des réserves de change.

3^{ème} possibilité : renoncer à la fixité du régime de change au profit de la libéralisation des mouvements de capitaux et de l'autonomie de la politique monétaire.

Afin que la libéralisation des mouvements de capitaux ne constitue pas une contrainte pour la politique monétaire, comme nous l'avons expliqué dans la 1^{ère} possibilité, les autorités monétaires doivent abandonner le régime de change fixe en laissant le taux de change subir librement les changements accrus de l'offre et de la demande de devises induits par l'ouverture du compte capital et financier. La politique monétaire se libère alors de l'objectif de la fixité du taux de change et pourrait jouir de son autonomie en matière d'affectation de ses instruments aux objectifs internes.

Dans la pratique, la vérification des trois possibilités que nous avons présentées pourrait être difficile pour les pays qui n'adoptent pas des solutions de coin (régimes extrêmes), notamment les régimes de change purement fixes ou purement flottants. Cependant, pour les pays qui adoptent des régimes de change intermédiaires ou qui gardent quelques restrictions sur les mouvements de capitaux, le triangle d'incompatibilité permet d'analyser le minimum de compatibilité des politiques choisies et permet de clarifier les choix futurs quand le pays opte pour les solutions de coin à long terme. La littérature empirique montre que les restrictions liées au compte capital ainsi que le régime de change adopté influencent l'autonomie de la politique monétaire (voir Obstfeld et al. (2005), Frankel et al. (2004), Schambaugh (2004), Giovanni et Schambaugh (2008), Bluedorn et Bowdler (2010) et You (2013)).

La plupart des pays africains adoptant des régimes de change fixes réconcilient le triangle d'incompatibilité en mettant en place des restrictions sur les mouvements de capitaux. Toutefois, même avec la levée de ces restrictions qui a été menée graduellement depuis le milieu des années 1990 jusqu'au début des années 2000, plusieurs pays africains ont continué à utiliser les instruments de leur politique monétaire pour les objectifs internes, tout

en intervenant sur le marché des changes pour le respect de leurs régimes de change fixes (Adam et al. (2008)). Ces pays n'ont pas connu un trilemme réel puisque la levée des restrictions de jure sur le compte capital ne s'est pas traduite par une augmentation importante des mouvements de capitaux à court terme. Cependant, l'accroissement des flux de capitaux vers des pays africains comme la Zambie, le Kenya, le Ghana et le Malawi et le Nigeria depuis le début des années 2000 a mis ces pays face à un vrai trilemme qui a impacté l'autonomie de leur politique monétaire.

3.2. Autonomie de la politique monétaire au Maroc

La mise en place des mesures de contrôle des capitaux à côté de la fixité du régime de change au Maroc depuis les années 1950 a permis théoriquement de préserver un minimum d'autonomie à la politique monétaire. Les restrictions sur le compte capital et financier, principalement sur les sorties des capitaux pour les résidents, permettent de limiter les pressions sur les réserves de changes et d'atténuer ainsi les fortes fluctuations du taux de change du Dirham auxquelles les autorités monétaires marocaines doivent faire face pour respecter la fixité du régime de change. Les restrictions sur les mouvements des capitaux ont donné alors à la politique monétaire une marge de manœuvre que Bank Al-Maghrib pouvait saisir pour viser les variables macroéconomiques internes, à côté de la poursuite de l'objectif de la fixité du taux de change. Cette autonomie relative de la politique monétaire pouvait inciter les autorités monétaires marocaines à activer leurs instruments au service de l'économie réelle, surtout dans un contexte de faible taux d'inflation.

L'autonomie relative de la politique monétaire au Maroc peut être confirmée par la déconnexion entre la faible fréquence des ajustements du taux directeur de Bank Al-Maghrib (11 fois entre 2000 et 2016) et la forte fréquence des changements du taux directeur appliqué par la BCE (43 fois⁶ pour la même période), institut d'émission de la première monnaie de rattachement pour le Maroc. La littérature sur la macroéconomie monétaire internationale a souligné ce lien, notamment par Obstfeld et Taylor (1997), ainsi que Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2005) qui interprètent l'autonomie de la politique monétaire d'un pays par la capacité de la Banque centrale à ajuster ses instruments indépendamment de la conduite de la politique monétaire par une autre Banque centrale. Il est important de noter que la faiblesse des marchés des capitaux au Maroc en termes de profondeur et de liquidité d'une part, et la non intégration de la Bourse de Casablanca à l'international d'une autre part, sont considérés comme des facteurs qui limitent les flux financiers entre le Maroc et l'étranger, particulièrement pour les flux portant sur les produits de taux. Cette situation épargne la Banque centrale des ajustements du taux directeur dans l'objectif d'influencer les mouvements de capitaux. En d'autres termes, si Bank Al-Maghrib augmente ou maintient son taux directeur à un niveau élevé dans l'objectif d'influencer les taux à la hausse comparativement aux niveaux des taux d'intérêt dans les marchés étrangers, la faiblesse de la profondeur et de la liquidité du marché des capitaux local limitent l'attractivité des investissements en titres provenant de l'étranger, même en cas de compte capital et financier ouvert pour les non-résidents. L'impact des investissements financiers étrangers sur les réserves de changes serait alors difficilement explicable par les actions de la politique monétaire. Toutefois, en situation de développement du marché des capitaux, d'intégration financière internationale et d'intensification des flux financiers avec l'étranger, le maintien d'un régime de change fixe ou intermédiaire serait contraignant pour la politique monétaire. Ainsi, cette situation obligerait la Banque centrale à ajuster son taux directeur pour influencer les flux de capitaux qui pourraient avoir des pressions sur les réserves de change, puisque ces

⁶Le nombre de changements du taux directeur a été pris du document de travail de Benlamine et al. (2018).

derniers constituent le moyen d'intervention direct de la Banque centrale pour influencer le taux de change et respecter sa fixité.

Le passage du régime de change au Maroc du Conventional Pegged Arrangement (+/- 0,3 %) au Pegged exchange rate within horizontal bands (+/- 2,5 %) depuis janvier 2018, à côté du maintien des restrictions actuelles sur les mouvements de capitaux, donne à Bank Al-Maghrib une marge de manœuvre supplémentaire pour sa politique monétaire, en se libérant davantage de la contrainte de la fixité du régime de change.

La forte autonomie de la politique monétaire que pourrait procurer le futur passage au régime du flottement ainsi que la libéralisation du compte capital, s'accompagnerait d'un défi important pour la Banque centrale, notamment en matière d'adoption d'une nouvelle stratégie monétaire qui permettrait d'identifier un nouvel ancrage autre que le taux de change.

4. Analyse de la pertinence des stratégies monétaires du Maroc

L'analyse des changements dans la stratégie de politique monétaire au Maroc relève des questions et des limites en matière de pertinence de choix des objectifs intermédiaires. Pour la période de l'ancrage monétaire entre 1998 et 2006, il est important de souligner que même avec l'absence de contrôle des agrégats de référence (M1 puis M3), notamment suite à leur croissance qui dépassait largement les normes annoncées, le taux d'inflation fluctuait pour cette période autour de 2%, sachant que la Banque centrale montrait que le seul objectif intermédiaire qu'elle ciblait pour atteindre son objectif final de stabilité des prix (stabilité interne du dirham marocain) était bien les agrégats de monnaie. Ce constat nous pousse à poser la première question suivante : si l'objectif intermédiaire ciblé par Bank Al-Maghrib pour atteindre son objectif final n'était pas corrélé avec le niveau des prix, alors que l'inflation était maîtrisée, qu'est ce qui assurait cette stabilité des prix ?

À ce niveau, il ne faut pas oublier qu'en parallèle à l'ancrage monétaire, Bank Al-Maghrib ancrerait aussi le taux de change dans le cadre du régime de change fixe. Cependant, l'objectif de l'ancrage du taux de change communiqué par la Banque centrale est la stabilité externe du Dirham dans le marché des changes, alors que l'ancrage qui avait comme objectif sa stabilité interne, était celui des agrégats monétaires jusqu'à 2006. Dans ce sens, je me pose une deuxième question : est-ce que la maîtrise de l'inflation au Maroc s'explique plutôt par l'ancrage du taux de change ou bien par le cadre stratégique et opérationnel de la politique monétaire ?

D'une autre part, dans le cadre des rapports annuels du FMI intitulés « Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions » dédiés au classement des régimes de change et des cadres de la politique monétaire des pays membres, il classe la stratégie monétaire adoptée par le Maroc dans la colonne dédiée à l'ancrage du taux de change et souligne que dans le cadre de sa politique monétaire, Bank Al-Maghrib appuie cet ancrage par une autre stratégie (notamment l'ancrage monétaire et la stratégie multicritère respectivement avant et après 2006). La compréhension de cette situation nécessite une analyse approfondie des implications de la politique de changes sur la stratégie de politique monétaire, sur son autonomie et sur ses mécanismes de transmission, en prenant en considération le degré de libéralisation du compte capital.

Par rapport à l'approche multicritère adoptée depuis 2006, je peux dire qu'elle est plus ou moins ambiguë en tant que stratégie de politique monétaire pour les deux principales raisons suivantes : d'une part, Bank Al-Maghrib ne mentionne nulle part les expressions « cible intermédiaire », « objectif intermédiaire » ou encore « ancrage nominal », et d'une autre part, les indicateurs inclus dans cette approche ne peuvent pas être considérés tous comme cibles intermédiaires à la fois, puisqu'ils ne peuvent pas guider tous à la fois la Banque centrale dans la même direction (plus de 14 indicateurs) et donner tous le même signal de référence pour atteindre l'objectif final de la politique monétaire.

L'approche multicritère souffre alors de l'absence d'un ancrage clairement défini. Nous pouvons donc qualifier cette stratégie d'ancrage nominal implicite de la stabilité des prix (voir Ait hmadouch (2019)), comme pour le cas de la Banque de Réserve de l'Inde. Cet ancrage implicite de la stabilité des prix peut être considéré comme une stratégie transitoire, traduisant la volonté des autorités monétaires au Maroc à migrer vers un ciblage explicite de l'inflation, à côté d'un régime de change plus flexible (voir le troisième paragraphe du préambule du rapport sur la politique monétaire du troisième trimestre 2016, ainsi que le deuxième paragraphe du troisième axe de l'encadré 2.2.3 du rapport annuel de Bank Al-Maghrib 2014).

5. La recherche d'une nouvelle stratégie suite à l'abandon de l'ancrage du taux de change

L'un des objectifs les plus importants de l'adoption d'un régime de change fixe est la maîtrise de l'inflation causée généralement par la dépréciation régulière du taux de change. Aussi bien dans la littérature que dans la pratique, la stratégie de politique monétaire associée de facto à la fixité du régime de change est celle de l'ancrage nominal du taux de change.

Au Maroc, les stratégies monétaires annoncées de jure par Bank Al-Maghrib qui correspondaient à l'ancrage monétaire et l'approche multicritères respectivement avant et après 2006, coexistaient avec la stratégie de facto de l'ancrage du taux de change. La coexistence de ces stratégies peut s'expliquer par l'autonomie relative de la politique monétaire au Maroc qui permet à Bank Al-Maghrib de cibler des objectifs intermédiaires outre le taux de change. La maîtrise de l'inflation au Maroc peut être alors expliquée à la fois par la stratégie monétaire dite multicritères (depuis 2006) et par la stratégie de l'ancrage du taux de change. Les autorités monétaires marocaines soulignent également ce fait en notant que «... ce régime de change fixe a également permis de préserver la stabilité macroéconomique dans un environnement difficile, notamment en termes de maîtrise d'inflation qui s'est maintenue durant les dix dernières années au-dessous de 2%»⁷.

Ce n'est que depuis la préparation de la réforme du régime de change que les autorités monétaires ont commencé à montrer réellement au public le rôle de la stratégie monétaire de l'ancrage du taux de change – que nous avons qualifiée de stratégie de facto – dans la stabilité des prix. L'abandon graduel de l'ancrage du taux de change suite à la réforme du régime de change, notamment avec un passage futur au régime du flottement, impliquerait des pressions inflationnistes, ce qui oblige les autorités monétaires à redéfinir un nouvel ancrage clair en abandonnant sa stratégie monétaire dite multicritères, que j'ai jugée ambiguë en matière d'ancrage pour les raisons soulignées précédemment. L'adoption d'un nouvel ancrage a pour objectif également de renforcer la crédibilité de la Banque centrale et d'atténuer l'incertitude. Ainsi, le passage à la flexibilité pourrait être interprété par les agents économiques, financiers et non financiers, comme source d'incertitude par rapport à une future volatilité de l'inflation liée au nouveau taux de change d'équilibre, d'où l'intérêt d'annoncer l'adoption d'un nouvel ancrage nominal clair en parallèle à la réforme du régime de change pour stabiliser leurs anticipations d'inflation. Dans ce sens, Bank Al-Maghrib souligne dans ses publications et ses ateliers de presse que (i) le passage graduel au régime de change plus flexible est étalé sur plusieurs phases, (ii) le passage d'une phase à une autre est conditionné par le respect des prérequis macroéconomiques, qu'elle juge satisfaits, et (iii) au fur et à mesure de cette réforme, le ciblage d'inflation sera préparé pour que l'étape du flottement sera accompagnée d'un ciblage effectif et explicite de l'inflation (voir Bank Al-Maghrib (2017)). La nécessité de l'adoption d'une nouvelle stratégie monétaire est motivée aussi par le renforcement prévu de

⁷Passage pris de la présentation de la réforme du régime de change mise à la disposition du public dans le site de Bank Al-Maghrib.

l'impact de la politique monétaire sur le niveau des prix qui résulte de l'abandon de la contrainte de l'ancrage du taux de change (Edwards (2006)). Dans la pratique, une Banque centrale qui dispose d'un niveau de crédibilité très élevé peut conduire sa politique monétaire dans le cadre d'un régime du flottement tout en ne disposant pas d'un point d'ancrage clair et explicite, comme pour le cas de la FED.

Le ciblage strict d'inflation, que les autorités monétaires marocaines envisagent d'adopter, doit être analysé par rapport à l'expérience internationale, au contexte actuel et au coût d'opportunité de son adoption par rapport à une autre stratégie monétaire.

L'expérience des pays ayant adopté le ciblage d'inflation montre que cette stratégie est moins ferme dans la pratique (Roger et Stone (2005)). Mishkin (2000) souligne que le ciblage d'inflation est plus réussi quand il est plus flexible, notamment en tolérant quelques dérapages par rapport à la cible d'inflation. Plusieurs Banques centrales qui adoptent le ciblage d'inflation optent alors pour le ciblage d'inflation flexible, comme le cas de la Banque de Suède (Riksbank), plutôt que pour le ciblage strict d'inflation. Dans ce sens, les pays qui ciblent une fourchette serrée d'inflation risquent d'avoir une déflation plus élevée en période de retournement de la conjoncture. King (1997) qualifie la Banque centrale qui cible seulement l'inflation dans le cadre du ciblage strict d'inflation comme une « obsédée de l'inflation » (inflation nutter), puisqu'elle peut déstabiliser l'activité économique en faisant tout pour atteindre le taux d'inflation ciblé. Nous pouvons citer à ce titre le cas de la Banque centrale de la Nouvelle Zélande, qui était la première au monde à adopter le ciblage d'inflation en 1990, qui a signé en mars 2018 avec le gouvernement un accord sur les cibles appelé Policy Targets Agreement, prévoyant que la cible d'inflation à moyen terme est entre 1% et 3%. L'accord note que l'un des objectifs de ce ciblage flexible d'inflation est d'éviter l'instabilité « inutile » de la production, l'emploi, le taux d'intérêt et le taux de change qui peut résulter du ciblage strict. Dans le même sens, la Banque centrale de Norvège a mené une étude entre 2013 et 2017 sur le ciblage flexible d'inflation, dans laquelle elle a montré que la flexibilité du ciblage d'inflation était nécessaire pour faire face aux chocs économiques et souligne aussi l'importance du ciblage du PIB nominal (Banque centrale de Norvège (2017)). Cette étude montre aussi la volonté des autorités monétaires norvégiennes de s'adapter avec leur contexte national et international et de rester ouvertes à toute nouvelle stratégie monétaire, comme le ciblage du PIB nominal qui n'a jamais été appliqué en pratique.

La BoE de sa part note sur ses statuts que son comité de politique monétaire dispose de la possibilité de décider à sa discrétion de s'éloigner temporairement de la cible d'inflation s'il juge qu'elle peut provoquer une volatilité indésirable de la production, d'où l'intérêt de la flexibilité du ciblage d'inflation (Banque d'Angleterre (2013)).

6. Inadaptation du ciblage d'inflation au contexte du Maroc en particulier et des PED en général

L'intention des autorités monétaires marocaines d'adopter le ciblage d'inflation, comme stratégie alternative, n'est pas ambiguë. La Banque centrale a annoncé explicitement sa future stratégie à plusieurs reprises dans ses publications institutionnelles. Nous pouvons en citer la communication de la Banque centrale de son deuxième bilan d'étape de la mise en œuvre du plan stratégique 2019-2023, où elle a annoncé comme axe de ce plan la « Poursuite des travaux d'affinement du cadre de ciblage d'inflation ». Dans son rapport de politique monétaire de décembre 2019, Bank Al-Maghrib a souligné que « Pour la réalisation de ces objectifs, Bank Al-Maghrib a mis en place un dispositif ... Adapté au cadre de politique monétaire et au régime de change actuels, mais également à une transition vers le ciblage d'inflation et une flexibilisation graduelle du régime de change ... ».

Le défi de la présente contribution n'est pas alors de modéliser la future stratégie monétaire, mais plutôt de montrer qu'elle n'est pas adaptée au contexte marocain, à l'instar de celui des PED.

Suite à l'abandon du ciblage des agrégats monétaires et du taux de change, plusieurs pays développés et émergents ont migré vers le ciblage d'inflation. En s'inspirant de ces expériences, les PED ont eu de plus en plus l'intention d'adopter le ciblage d'inflation ces dernières années, en considérant que c'est la meilleure stratégie de politique monétaire en cas de flexibilité du taux de change. Toutefois, à côté des faiblesses du ciblage strict d'inflation que j'ai soulignées précédemment, le contexte des PED rend cette stratégie beaucoup plus contraignante pour l'activité économique.

L'analyse des sources d'inflation représente l'une des raisons principales qui rendent l'adoption du ciblage d'inflation incompatible avec le contexte des économies en développement. Deux sources d'inflation nous intéressent dans ce sens : l'évolution des cours mondiaux des produits de base, ainsi que les chocs de l'offre.

Les tensions inflationnistes qui peuvent toucher des PED s'expliquent en grande partie par l'évolution des prix des produits de base à l'international et du prix du pétrole particulièrement, puisque ces produits influencent fortement les dépenses des ménages dans les PED, comparativement aux pays avancés (Stiglitz (2008)). Chowdhury et Islam (2012) ont estimé un coefficient de corrélation de 0.82 entre la médiane des taux d'inflation des pays à revenu faible et l'indice des prix des produits alimentaires. Sachant que ces produits sont généralement importés par les PED, l'inflation est en grande partie importée, ce qui fait que la conduite d'une politique monétaire restrictive n'aura pas d'impact important sur les prix internes des produits de base, puisque les actions des Banques centrales des PED n'influencent pas les prix des matières premières sur le marché international. L'augmentation des prix des produits de base importés influence à la hausse les prix des autres produits sur le marché local, ce qui nourrit encore l'inflation (et vice versa en cas de baisse des prix sur le marché international). En adoptant alors le ciblage d'inflation dans ce contexte, la Banque centrale sera amenée à conduire une politique monétaire restrictive qui va sanctionner davantage l'activité économique, sans pour autant pouvoir réduire significativement les tensions inflationnistes.

Une autre raison qui rend le ciblage d'inflation incompatible avec le contexte des PED est liée aussi aux chocs exogènes. En effet, la performance de l'activité économique de la majorité des PED dépend significativement des chocs de l'offre, comme la dépendance de la croissance économique au Maroc à la production agricole, qui dépend de sa part des conditions climatiques. Un retournement de la production agricole due à un climat défavorable comme la sécheresse, pourrait conduire à un choc de l'offre des produits alimentaires qui pourrait se traduire par une baisse de la croissance économique et une hausse généralisée des prix suite au déséquilibre entre l'offre et la demande. Dans ce contexte, l'adoption du ciblage d'inflation pousse la Banque centrale à sanctionner davantage l'activité économique en menant une politique monétaire restrictive pour réagir à la hausse des prix et tenter de respecter la cible d'inflation (Frankel (2011)).

7. Stratégie monétaire alternative recommandée : le ciblage du PIB nominal

À l'instar du ciblage d'inflation, la quasi-totalité des stratégies monétaires se concentrent sur la stabilité des prix et négligent les autres objectifs de la politique monétaire. Ce problème pourrait être pallié par l'adoption de la stratégie du ciblage du PIB nominal, étant donné que cette stratégie cible à la fois l'inflation et le PIB réel. Le ciblage du PIB nominal est alors la seule stratégie compatible avec le mandat dual que j'ai défendu dans ma contribution de 2019 en montrant son importance pour le cas du Maroc en particulier et pour la politique monétaire en général.

En cas d'un retournement du cycle économique accompagné d'une inflation expliquée par les chocs d'offre (cas de l'économie Indienne entre 2011 et 2013 à titre d'exemple), la stratégie du ciblage du PIB nominal permet d'éviter la pro-cyclicité de la politique monétaire en s'abstenant d'adopter une action trop restrictive qui ne tient pas compte de la conjoncture économique (Bhandari et al. (2015)). La Banque centrale adopterait alors une politique de stabilisation de la demande qui soit discrétionnaire, en partageant sa réaction de manière équilibrée entre inflation (ou déflateur du PIB) et PIB réel, puisque ces deux variables ont la même importance dans le ciblage du PIB nominal (Frankel (2012)).

Même si le ciblage flexible d'inflation prend aussi en considération l'activité économique en acceptant de laisser l'inflation dévier de sa cible dans certaines conditions, l'objectif de la croissance économique reste secondaire par rapport à la stabilité des prix en présence d'une inflation importante à côté d'une conjoncture difficile, comparativement au ciblage du PIB nominal (Bean (2013)).

Koenig (2013) et Sheedy (2014) soulignent que le ciblage du PIB nominal est aussi favorable à la stabilité financière. Ils notent que la stabilisation du PIB nominal permet de stabiliser les ratios d'endettement des entreprises, ce qui limite le risque de crédit et encourage les bailleurs de fonds à financer l'économie.

Le ciblage du PIB nominal n'a été adopté par aucun pays, mais ses soubassements théoriques permettent de le considérer comme la stratégie monétaire alternative qui pourrait pallier les problèmes et les limites des autres stratégies ayant montré leur échec en cas de flexibilité du régime de change.

8. Conclusion

À travers l'analyse des interactions entre la politique monétaire au Maroc, l'évolution du régimes de changes adoptés, ainsi que le contexte économique et financier dans lequel Bank Al-Maghrib conduit sa stratégie monétaire, j'ai pu tirer théoriquement les conclusions suivantes :

L'approche multicritère adoptée depuis 2006 est plus ou moins ambiguë en tant que stratégie de politique monétaire et l'ancrage du taux de change peut être considéré comme la stratégie monétaire de facto de Bank Al-Maghrib.

Le ciblage d'inflation que Bank Al-Maghrib envisage d'adopter, suite à l'abandon graduel de l'ancrage du taux de change, n'est pas adapté à la nature des chocs économiques et ne ferait que pénaliser la transmission monétaire. Une éventuelle adoption du ciblage du PIB nominal pourrait être une solution alternative qui permettrait d'améliorer la transmission de la politique monétaire à l'activité économique.

Le passage futur au régime de change flottant donnerait plus d'autonomie à la politique monétaire et pourrait permettre à la Banque centrale d'activer la transmission de sa politique monétaire via le canal du taux de change au cas où cette réforme s'accompagnerait d'un développement du marché des capitaux et d'un renforcement des fondamentaux de l'économie marocaine.

9. Bibliographie

- Adam Christopher, Stephen O'Connell and Edward Buffie (2008). Aid volatility, monetary policy rules and the capital account in African economies, WEF Working Papers 0037, ESRC World Economy and Finance Research Programme, Birkbeck, University of London.
- Ait Hmadouch Y. (2019), Quels arguments pour l'adoption d'un mandat dual de politique monétaire au Maroc ?, Revue Economie & Kapital.

- Ait Hmadouch Y. et Akaaboune M. (2016), Les Mécanismes de Transmission de la Politique Monétaire dans les Pays en Voie de Développement, *Revue D'Etudes en Management et Finance D'Organisation*.
- Bailliu, J., Lafrance, R., and Perrault, J. F. (2001). Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Emerging Markets. in, *Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates*. (pp. 317-345). Bank of Canada.
- Bank Al-Maghrib, *Rapports annuels de 1998 à 2020*.
- Banque centrale de Norvège (2017). *Review of Flexible Inflation*, Norges Bank Occasional papers no. 51.
- Bean, Charlie (2013). Nominal income targets: an old wine in a new bottle, speech at Conference on the State of the Economy, February 27th, Institute for Economic Affairs: London.
- Benlamine et al. (2018). Morocco: A Practical Approach to Monetary Policy Analysis in a Country with Capital Controls IMF Working paper WP/18/27.
- Bérnassy-Quéré, A., Coeure, B., & Mignon, V. (2006). On the identification of de facto currency pegs. *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(1). 112-127.
- Bhandari, Pranjul and Jeffrey A. Frankel (2015). Nominal GDP Targeting for Developing Countries, Working Paper No. 20898, National Bureau of Economic Research.
- Bluedorn, J C and C Bowdler (2010). The empirics of international monetary transmission: identification and the impossible trinity, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol 42, no 4, June, pp 679–713.
- Bubula, A., & Otker-Rober, I. (2002). The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de fact policies. IMF Working Paper No. 02/155.
- Calvo, G. et C. Reinhart (2002). Fear of Floating , *Quarterly Journal of Economics*, 117(1) 379-408
- Chowdhury Anis and Iyanatul Islam (2012). Inflation Targeting in Developing Countries ,G- 24 Policy Brief No. 68.
- Cruz-Rodríguez, A. (2013). Choosing and assessing exchange rate regimes: A survey of the literature. *Revista de Análisis Económico*, 28(2). 37-61.
- Cruz-Rodríguez, Alexis (2016). Exchange Arrangements and Currency Crises: What's the matter with the exchange rate classification?, MPRA Paper 71949, University Library of Munich, Germany.
- Dubas, J.M., Lee, B.J., & Mark, N.C. (2005). Effective exchange rate classifications and growth. NBER Working Paper, No. 11272.
- El Hammas, H., S. Slah. (2006). Choice of an optimal exchange rate regime and economic growth, case of Tunisia. Communication to IX AISPE Conference.
- Frankel J. (1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times. NBER Working Paper Series.
- Frankel, J., and Wei, S.-J. (2008). Estimation of de facto exchange rate regimes: Synthesis of the techniques for inferring flexibility and basket weights. *IMF Staff Papers*, 55(3). 384- 416.
- Ghosh, A. R., Gulde, A.-M., Ostry, J.D., & Wolf, H. (1997). Does the nominal exchange rate regime matter?. NBER Working Paper, No. 5874. Doi
- Giovanni, Di J and J C Shambaugh (2008). The impact of foreign interest rates on the economy: the role of the exchange rate regime, *Journal of International Economies*, vol 74, no 2, pp 341–61.

- Husain, A. M., Mody, A., and Rogoff, K. S. (2005). Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies. *Journal of Monetary Economics*, 52. Pp. 35-64.
- Husain, A.M. (2006). To Peg or not to Peg: A template for Assessing the Nobler”, IMF Working Paper.
- Ilzetski, E., Reinhart, C. & Rogoff, K., (2010). The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century: Will the Anchor Currency Hold? Unpublished manuscript.
- Koenig, Evan F. (2013). Like a Good Neighbor: Monetary Policy, Financial Stability, and the Distribution of Risk, *International Journal of Central Banking* , Vol. 9, No. 2, pp. 57-82.
- Levy-Yeyati, E. et F. Sturzenegger (2005). Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words , *European Economic Review*, 49 : 1603-1635.
- Mishkin, Frederic (2000). Inflation Targeting for Emerging Market Countries, *American Economic Review*, Vol. 90 (May). pp. 105–9.
- Obstfeld, M, J C Shambaugh and A M Taylor (2005). The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility, *Review of Economics and Statistics*, vol 87, no 3, August, pp 423–38.
- Poirson, H. (2002). How do countries choose their exchange rate regime?. IMF Working Paper, No. 01/46
- Reinhart, C. et K. Rogoff (2004). The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation , *The Quarterly Journal of Economics*, 119 : 1-48.
- Roger Scott and Mark Stone (2005). On Target? Inflation Performance in Inflation Targeting Countries, IMF Working Paper No 5.
- Rogoff, K., Husain, A. M., Mody, A., Brooks, R. J., Oomes, N. (2003). Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. IMF Working Paper No. 03/243
- Shambaugh Jay (2004). The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy ,*The Quarterly Journal of Economics*, 2004, vol. 119, issue 1, 301-352.
- Sheedy, Kevin D. (2014). Debt and Incomplete Financial Markets: A Case for Nominal GDP Targeting, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 48, No. 1, pp. 301-373.
- Stiglitz Joseph E. (2008). The failure of inflation targeting, Project Syndicate, May 2008.
- You, Yu (2013). Essays on capital controls and exchange rate regimes, .Theses and Dissertations-Economics.