



PARTI PRIS

Notes d'analyse

- (i)** « Parti pris » est une note d'analyse sur une question importante ayant trait aux enjeux actuels de l'économie nationale, aux problèmes liés aux politiques économiques, aux effets des dynamiques internationales.
- (ii)** Comme son nom l'indique, « Parti pris » traduit une « position », épistémologique, méthodologique ou intellectuelle, propre à l'auteur.
- (iii)** Elle ne reflète pas une « position » de l'AMSE qui, convient-il de le rappeler, est une société savante, pluraliste et ouverte.
- (iv)** Les notes doivent, dès lors, observer les règles en vigueur en matière d'analyse scientifique : rigueur, pertinence, validité.
- (v)** Destinées aux décideurs et, au-delà au public intéressé, elles doivent être rédigées dans un style clair, précis et simple.
- (vi)** Les notes d'analyse ne doivent pas dépasser 5 pages.
- (vii)** Elles font l'objet d'une procédure d'acceptation par le comité directeur de l'AMSE.

PARTI PRIS 7

(22 Septembre 2013)

La Banque centrale doit-elle baisser son taux directeur ?

Rédouane TAOUIL

Université Pierre Mendès France, Grenoble

redouane.taouil@yahoo.f

La détérioration du solde de la balance commerciale, la baisse des recettes touristiques et des transferts des MRE, le durcissement des conditions du crédit, le fléchissement des liquidités, l'atonie du secteur industriel sont autant de signaux des déséquilibres qui affectent l'économie nationale. De tels déséquilibres ne manquent pas de susciter des interrogations sur les mesures que la Banque centrale peut mettre en œuvre en vue de relancer le crédit et de soutenir l'activité. Ainsi, la baisse du taux d'intérêt, largement revendiquée à longueurs de colonnes, est présentée comme étant une réponse appropriée pendant que des réserves sont émises sur la capacité de la politique monétaire d'agir sur l'économie du fait des contraintes d'ouverture internationale et de fixité de la parité du dirham. Prenant en compte les incertitudes sur l'inflation et sur la reprise du financement bancaire par le truchement de la révision du taux d'intérêt à la baisse, Bank Al-Maghrib maintient son taux directeur inchangé et met en place un dispositif d'incitation à l'offre du crédit aux entreprises. De telles décisions présupposent que la Banque centrale dispose d'une autonomie d'action susceptible de contrer les fluctuations conjoncturelles.

De l'inefficacité de la baisse du taux d'intérêt au soutien actif au crédit aux entreprises

A observer l'évolution de la distribution du crédit bancaire, on constate que les entreprises sont de plus en plus sujettes à des rationnements financiers qui portent aussi bien sur le financement des équipements que sur les lignes de trésorerie. Ces rationnements, dus à la hausse du risque de crédit consécutif au repli de l'activité dans les secteurs industriel et immobilier, renforcent l'atonie de l'économie à cause de la suspension corrélative de projets d'investissement et du ralentissement de la production. Ces effets cumulatifs, qui altèrent les revenus futurs et favorisent la montée des créances en souffrance, accentuent l'aversion des banques au risque les incitant ainsi à relever le coût du crédit et à restreindre les financements.

La réduction du taux d'intérêt ne saurait atténuer le rationnement du crédit. Il est, en effet, avéré dans de nombreux cas que les actions monétaires ne possèdent pas la même efficacité à la hausse qu'à la baisse. Si face à une surchauffe, la Banque centrale relève le taux d'intérêt, les banques ne tardent pas à réviser à la hausse leurs taux propres, ce qui les conduit à réduire le montant des prêts octroyés. Il s'ensuit des retombées restrictives sur la demande globale et l'activité réelle. A l'inverse, la baisse du coût de refinancement des banques ne se traduit pas souvent par des ajustements susceptibles de relancer l'économie. Les banques sont peu enclines à réduire le coût du crédit. Les inflexions de la politique monétaire se répercutent beaucoup plus sur l'économie réelle en cas de politique restrictive qu'en cas d'expansion monétaire. Cette asymétrie explique pourquoi la Banque centrale opte pour le lancement d'un programme destiné à faciliter l'accès au financement bancaire des très petites et moyennes entreprises industrielles ou exportatrices. A cet effet, elle met à la disposition des banques, sur une durée minimale de deux ans, un plafond de six milliards de DH. Ce programme repose sur des incitations à l'offre de crédit. Ainsi, les

banques qui réduisent leurs prêts peuvent se voir appliquer un taux pénalisateur de 0,50 point de base à 150 points de base tandis que celles qui augmentent leur offre peuvent bénéficier d'une allocation supplémentaire de 10%.

La politique monétaire est-elle autonome?

«La politique monétaire apparaît inopérante face aux resserrements des contraintes de financement de l'économie nationale». Cette thèse défendue ici et là, stipule que la politique mise en œuvre par Bank Al-Maghrib est inadaptée au contexte d'ouverture financière de l'économie nationale : la poursuite de l'objectif de maîtrise de l'inflation dans le cadre d'un régime de change fixe s'accompagne d'une dégradation de la balance extérieure et d'une contraction des réserves de change. Cette affirmation s'appuie sur un principe d'incompatibilité selon lequel un pays ne peut cumuler la fixité du taux de change de sa monnaie, la liberté de circulation des capitaux, une politique monétaire autonome. Cette triple caractéristique implique que le taux d'intérêt est contraint par la mobilité internationale des capitaux de sorte que la Banque centrale est dans l'incapacité d'agir sur l'économie par le biais du taux d'intérêt. Ainsi, une réduction de ce dernier en vue de stimuler l'activité entraîne une fuite des capitaux à la recherche d'un taux plus rémunérateur qui accroît la demande des devises et tend à déprécier la monnaie domestique. Du fait de la libre circulation des capitaux, les autorités monétaires ne peuvent assurer simultanément la maîtrise de la masse monétaire et du taux de change. Elles sont ainsi confrontées à un trilemme : soit restreindre les entrées et sorties de capitaux, soit contrôler le change au prix d'une perte de l'autonomie de la politique monétaire, soit encore contrôler la masse monétaire en faisant flotter la monnaie nationale.

Ce triangle d'incompatibilité ne pourrait être appliqué à l'économie marocaine. D'une part, l'ouverture financière de l'économie nationale ne correspond pas à la totale mobilité des capitaux que suppose ce triangle.

D'abord, le mouvement des capitaux reste soumis à des procédures de contrôle. Ensuite, les actifs libellés dans la monnaie nationale ne constituent pas des substituts des actifs libellés dans les devises étrangères. Enfin, il n'y a pas de processus d'égalisation entre les rendements de ces deux sortes d'actifs. Dans ce contexte d'imparfaite mobilité des capitaux, la Banque centrale a la capacité, de piloter le refinancement des banques par l'intermédiaire du taux d'intérêt. Pour autant, l'objectif de contrôle de l'inflation est inséparablement lié à la défense de la valeur externe de la monnaie nationale.

D'autre part, l'option en faveur de la flexibilité du change que recouvre la thèse de l'absence d'autonomie de la politique monétaire, risque d'être contreproductive. Une telle mesure est de nature à produire des chocs sur l'offre comme sur la demande qui aggrave les déséquilibres macroéconomiques. Elle conduit nécessairement à une dépréciation de la monnaie nationale à même d'entraîner un renchérissement des importations susceptible d'entretenir l'inflation importée et de se propager à l'ensemble de l'économie. Ce canal de transmission se traduit par une hausse directe des coûts des biens intermédiaires qui entraîne une réduction de la production. La hausse de ces coûts est transmise aux biens de consommation du fait des réajustements que les entreprises seraient amenées à opérer. Dans le cas où les salariés réagissent à ces réajustements en exigeant le rattrapage de leur revenu réel, les coûts salariaux s'en trouvent accrus et le niveau d'activité négativement affecté. A cet effet s'ajoute celui que suscite la contraction du crédit bancaire. Les banques sont incitées, dans un contexte de hausse du niveau général des prix, à accroître les taux d'intérêt et les primes de risque. Ce faisant, elles rationnent les entreprises et pèsent ainsi sur le niveau de l'offre globale.

Les chocs de demande exercent un impact plus immédiat que ces chocs qui affectent les coûts de production. Le renchérissement des importations de produits dont la demande est peu sensible aux variations de prix détériore inévitablement le solde de la balance commerciale. L'importation de produits qui ne font pas l'objet d'une production locale tels que le pétrole et certains biens d'équipement ne peut être comprimée. Dans le cas de biens importés élastiques au prix, leur baisse induit, en l'absence de produits locaux substituables, une baisse de la demande interne. La contraction de la production serait d'autant plus importante que le quotient importations/produit intérieur brut est élevé. Par suite de l'inflation importée, la réduction de l'offre réelle exerce des effets dépressifs sur la demande intérieure. La baisse du pouvoir d'achat des couches qui ont une forte propension à consommer contribue à cette détérioration de l'activité. Si les autorités monétaires maintiennent leur orientation restrictive, l'effet récessif s'en trouve accentué.

La baisse de la parité de la monnaie nationale risque d'exercer également un impact négatif sur la dette externe. Elle renchérit les emprunts privés libellés en devises étrangères et le service de la dette. Dans le même temps, elle restreint la marge de manœuvre des autorités budgétaires renforçant ainsi l'affaiblissement de la demande globale. De surcroît, elle réduit la valeur des actifs libellés en monnaie nationale décourageant par-là les investisseurs étrangers.

«Des réformes urgentes s'imposent». Voilà un lieu commun largement fréquenté suite à la conjoncture morose de l'économie marocaine. Usant de la charge positive de la rhétorique de la réforme, ce propos échappe au questionnement. Or pour peu que l'on se penche sur le contenu des réformes, on s'aperçoit qu'il s'agit de politiques structurelles dont l'objectif est d'accroître le degré de concurrence sur les marchés des biens, du travail et du crédit et d'augmenter le potentiel de croissance. Ces politiques ne produisent pas les effets escomptés. Une illustration à cet égard est donnée par les mesures de réforme du secteur bancaire depuis 1993. Ces mesures n'ont guère réduit le degré de monopole ni largement contribué au développement financier au profit de l'économie réelle. La définition des réformes ne saurait aujourd'hui faire fi de l'examen des retombées négatives des politiques structurelles. Comme l'écrit Edgard Morin : «A force de sacrifier l'essentiel pour l'urgence, on finit par oublier l'urgence de l'essentiel».