



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, « Part 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 11
(06 Février 2015)

Politique monétaire de Bank Al-Maghrib
Quel impact de la baisse du taux directeur ?

Mohammed AKAABOUNE
Université Mohammed V, Rabat
akaabounemohammed@yahoo.fr

Dans le cadre de sa politique monétaire, Bank Al-Maghrib a décidé de réduire le taux directeur en 2014 de 3% à 2,75% en septembre et à 2,50% en décembre. Cette réduction s'inscrit dans la logique de la politique monétaire incitative et libérale utilisant des instruments indirects de régulation monétaire et qui est pratiquée depuis le début des années 1990 après le délaissement des instruments directs. La baisse du taux directeur est censée induire une baisse du coût des crédits, ce qui favoriserait la relance économique.

Au Maroc, la baisse actuelle se justifie par la faiblesse du taux d'inflation par rapport à un taux d'inflation jugé «normal» et la faiblesse du taux de croissance économique par rapport au taux de croissance potentiel. Ces faiblesses se traduisent, dans la logique de la règle de Taylor, par une diminution du taux directeur. Sur le plan opérationnel, le taux directeur constitue l'instrument principal de la politique monétaire au Maroc. A travers sa baisse, la Banque centrale cherche à rendre le refinancement des banques moins coûteux et ce, à travers deux principaux canaux :

- Premier canal : le taux directeur constitue la référence pour les avances de la Banque centrale aux banques, notamment pour les avances à 7 jours. Ainsi, si les banques disposent de liquidités moins chères, elles répercuteraient la baisse sur les taux débiteurs facturés aux clients ;
- Le second canal est lié au refinancement des banques entre elles à travers le marché interbancaire. La baisse du taux directeur est censée influencer à la baisse le taux du marché interbancaire (taux au jour le jour : t_{jj}) qui constitue l'objectif opérationnel de la politique monétaire. Sa baisse devrait en principe se traduire par la baisse des taux débiteurs bancaires.

Les deux voies devraient donc favoriser la relance de l'activité économique à travers l'accroissement des crédits. Ainsi, la question qui se pose est de savoir quel est l'impact économique qui pourrait induire une telle mesure ?

Il faut d'abord noter que la Banque centrale dispose de trois taux qu'elle a abaissés, et non un seul. Ces trois taux constituent le mécanisme du "corridor", il s'agit :

- du taux directeur qui est passé à 2,5% et autour duquel doit fluctuer le taux du marché interbancaire ;
- du taux des facilités de dépôt à 24 heures qui est actuellement de 1,5% (il était de 2% avant septembre 2014). Ce taux constitue le taux plancher au dessous duquel le taux interbancaire ne peut pas baisser. Une banque ayant un excédent de liquidités ne peut prêter à une banque ayant un besoin de liquidités à moins de 1,5% au jour le jour, car la banque excédentaire trouvera toujours la possibilité de placer cet excédent pour 24h à 1,5% auprès de Bank Al-Maghrib ;
- du taux des avances à 24 heures qui est actuellement de 3,5% (il était de 4% avant septembre 2014) et qui constitue le taux plafond que le taux du marché interbancaire ne peut dépasser. Une banque ayant besoin de liquidités ne peut payer à une banque ayant un excédent plus de 3,5% pour 24 heures, car la banque déficitaire trouvera toujours des avances pour 24h à 3,5% auprès de Bank Al-Maghrib.

Les deux taux (plafond et plancher) constituent donc un corridor à l'intérieur duquel fluctue le taux du marché interbancaire au jour le jour qui tourne autour du taux directeur. Bank Al-Maghrib injecte ou retire des liquidités pour maintenir le taux interbancaire au jour le jour entre les deux limites. La Banque centrale fixe le taux directeur qui constitue une sorte de repère pour les agents économiques et d'indicateur sur la nature de la politique monétaire qui sera menée pour faire jouer les effets d'annonce et influencer les anticipations des agents économiques. En cas de tensions inflationnistes, le taux directeur sera augmenté indiquant la volonté de la Banque centrale de mener une politique restrictive pour lutter contre l'inflation. En cas de récession, le taux directeur sera abaissé pour accompagner les mesures de relance économique.

Face à l'évolution de la conjoncture, Bank Al-Maghrib a réagi conformément au modèle qu'elle met en application. Comme elle a déjà réduit au minimum le taux de la réserve monétaire qui est à 2% depuis mars 2014, il ne restait dans son arsenal d'instruments conventionnels que le taux directeur qu'il était temps de revoir à la baisse. Quels sont les résultats immédiats de ces mesures ?

Suite à ces deux baisses successives, on peut dire qu'au niveau opérationnel, Bank Al-Maghrib a atteint son objectif puisque le taux du marché interbancaire (qui était voisin de 3%) tourne de nos jours autour de 2,5% (à titre d'exemple, le 8 janvier 2015 le taux moyen pondéré du marché interbancaire a été de 2,512%). Il faut reconnaître que depuis que le système bancaire est en banque, c'est-à-dire depuis la fin de la situation de surliquidité en 2007, Bank Al-Maghrib a toujours réussi à maintenir le taux interbancaire proche du taux directeur. Cependant, au niveau stratégique, et donc de l'impact macroéconomique, cette politique connaît des limites qu'on peut présenter à travers les quatre remarques suivantes :

1. Même si le taux du marché interbancaire a baissé, les taux de base bancaires restent à leur niveau (7% et plus). Il en découle un maintien des taux débiteurs facturés par les banques à leur clientèle à un niveau presque identique à la situation précédente. Ce phénomène s'explique par le fait que le refinancement auprès du marché interbancaire ne couvre qu'une infime partie des besoins de liquidités des banques. A titre d'exemple, le montant échangé entre les banques le 08/01/ 2015 n'a été que de 4.956 millions de dirhams, alors que le besoin des banques dépasse largement ce montant. Le coût des ressources des banques n'est donc pas déterminé par le taux du marché interbancaire.

2. La baisse du taux directeur doit théoriquement réduire le coût des ressources des banques pour induire une baisse des taux débiteurs à travers un refinancement moins cher auprès de la Banque centrale. Au Maroc, ce refinancement passe pour l'essentiel à travers la technique d'appel d'offres à 7 jours. Les banques présentent chaque semaine leurs demandes de liquidités à Bank Al Maghrib qui traite les demandes et donne sa réponse. Il reste que le taux de satisfaction des demandes des banques pour les appels d'offres à 7 jours est très réduit. Ainsi, le 31/12/214 à l'appel d'offres à 7 jours, les banques ont demandé 93.530 millions de DH, alors que le montant servi au taux de 2,5% n'a été que de 23.000 millions de dirhams, soit un taux de satisfaction de 25%. De même, au cours de l'appel d'offres à 7 jours du 07/01/ 2015, les banques ont demandé un montant de 93.820 millions de dirhams, le montant servi au taux de 2,5% n'a été que de 25.000 millions de dirhams, le taux de satisfaction n'est que de 26,6%. Le coût des ressources des banques n'est donc pas essentiellement lié au taux directeur.

3. Les avances de Bank Al-Maghrib concernent le très court terme, il s'agit d'un refinancement basé sur la technique d'appel d'offres à 7 jours. C'est une modalité qui permet une injection de liquidités de façon temporaire : les banques doivent rembourser les montants avancés au terme de 7 jours augmentés des intérêts. Il ne s'agit pas d'une injection ferme et définitive de liquidités. On ne peut pas s'attendre donc à une relance des crédits bancaires à travers des ressources instables et de très court terme. La relance des crédits nécessite la mise en place de mécanismes de financement et de refinancement plus longs et plus stables.

4. La baisse du taux directeur risque d'induire une baisse des taux créditeurs bancaires qui sont déjà faibles, ce qui peut avoir des conséquences négatives sur la constitution et la stabilité de l'épargne.

Les remarques précédentes montrent que les mesures de baisse du taux directeur prises par Bank Al-Maghrib restent limitées et ne peuvent avoir qu'un faible impact sur le circuit des crédits bancaires. Ces remarques constituent le résultat des limites liées au mécanisme de refinancement mis en place par Bank Al-Maghrib. Pour plus de détails concernant ces limites, le lecteur peut consulter notre analyse présentée

dans le rapport annuel de l'AMSE (Association Marocaine de Sciences Economiques) : *Questions d'économie marocaine 2012* (Presses économiques du Maroc, Rabat, 2012). Il est possible de voir également notre entretien avec *Finances News*, N° 666 du 21 mars 2013, ou encore le numéro 687 du 12 septembre 2013 et le numéro 749 du 15 janvier 2015.

En conclusion, la baisse du taux directeur semble être une mesure nécessaire dans le cadre de la politique monétaire en vigueur. Cependant, elle reste insuffisante. Cette politique connaît des limites liées à la nature des modalités de refinancement mises en œuvre et qui rendent l'impact de toute décision allant dans ce sens faible et sans grand effet. Les grandes banques centrales ayant expérimenté la baisse du taux directeur comme mesure conventionnelle se sont rendu compte des limites d'une telle politique, notamment une fois les taux directeurs arrivés au plancher proche de zéro. La mise en œuvre de politique non conventionnelle démontre les limites des politiques conventionnelles. Bank Al-Maghrib peut tirer des leçons de ces expériences et mettre en place une politique monétaire basée sur le refinancement des banques par des instruments permettant une injection de liquidités de façon ferme et pour des durées beaucoup plus longues afin de faciliter le financement de l'activité économique en général et des investissements en particulier. Nous sommes persuadés que la technique du réescompte, avec même le réescompte des crédits à moyen terme, constitue une alternative optimale. Au niveau des objectifs de la politique monétaire, Bank Al-Maghrib ne peut pas continuer à jouer le rôle d'observateur face à un taux de chômage de plus de 9%. Rappelons aux responsables de la politique monétaire que la FED, banque centrale du pays le plus libéral du monde, a lié sa politique monétaire à la réalisation d'un objectif d'emploi.