

zé



Filière : Sciences économiques et Gestion

Semestre 4 : Ensemble 1 et 2

# Economie monétaire et financière II

## **Chapitre I :**

Politique monétaire : définition et objectifs, instruments et fondements théoriques ;

## **Chapitre II :**

L'évolution de la politique monétaire marocaine.

**Pr. Adil MSADY**

Année universitaire 2018/2019

Session du printemps

## Introduction générale

Le cours de l'économie monétaire II, est une continuité logique de l'économie monétaire et financière I, car après l'étude des fonctions et formes de la monnaie et l'analyse du processus de création monétaire, il est temps de s'intéresser au fonctionnement de **la politique monétaire** dans le système économique.

La politique monétaire fixe comme objectif principal la maîtrise de **l'inflation**, cette action n'est pas une fin en soi mais un moyen qui permet d'améliorer les performances économiques et la réalisation **d'une croissance créatrice d'emploi**.

Cela ne peut se réaliser sans l'existence **d'une banque centrale crédible** grâce à son autonomie et son indépendance, qui permet de contribuer à la modération des taux d'intérêt nominaux et réels à long terme. Ces taux d'intérêt plus faibles stimuleront **l'investissement productif**, source de **croissance économique**.

**La stabilité financière** et celles des prix des actifs constituent aussi un élément important de la politique monétaire. Cette dernière vise aussi **la stabilité des marchés de change**, car la valeur des taux de change affecte l'économie de manière considérable et influence la conduite de la politique monétaire.

Ce cours vise essentiellement l'analyse de l'enchaînement économique qui entoure le fonctionnement et la conduite de la politique monétaire, afin de comprendre l'architecture générale de cette politique monétaire et les différents mécanismes de son fonctionnement.

Pour cela on adopte la structure du cours suivante :

Chapitre I : politique monétaire : définition et objectifs, instruments et fondements théoriques ;

Chapitre II : L'évolution de la politique monétaire marocaine ;

## Chapitre I :

### Politique monétaire : définition et objectifs, instruments et fondements théoriques

#### Section 1 : définition et objectifs de la politique monétaire

##### 1- Définition :

La politique monétaire consiste à fournir les liquidités nécessaires au bon fonctionnement et à la croissance de l'économie tout en veillant à la stabilité de la monnaie.

La quantité de monnaie en circulation dans une économie ne doit pas être en effet trop faible, car les agents économiques seront alors obligés de limiter leurs activités économiques (consommation, production, investissement, etc). À l'inverse une quantité de monnaie trop abondante met à la disposition des agents un pouvoir d'achat bien supérieur à la quantité de biens disponible, ce qui peut provoquer une hausse des prix (inflation).

##### 2- Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire :

Les objectifs de la politique monétaire rejoignent ainsi les de la politique économique que sont la croissance (avec un niveau satisfaisant de moyens de paiement en circulation dans l'économie) et la stabilité interne de la monnaie (afin d'éviter l'inflation). Mais la politique monétaire ne peut pas agir directement sur ces objectifs. En revanche, elle peut agir efficacement sur certaines variables de l'économie qui elles même influencent les objectifs de croissance et de stabilité des prix. Ces variables, comme la masse monétaire par exemple, sont appelées des objectifs intermédiaires. Les autorités monétaires se fixent donc des objectifs intermédiaires sur lesquels elles exercent une influence directe. Ces objectifs intermédiaires sont les objectifs quantitatifs, les objectifs de taux d'intérêt et les objectifs de change :

- **Les objectifs quantitatifs** : portent sur l'évolution des agrégats monétaires, c'est-à-dire sur les différents indicateurs de la masse monétaire en circulation dans l'économie, l'objectif consiste, pour les autorités monétaires (Bank Al Maghrib 'BAM'), à fixer un taux de croissance pour l'augmentation annuelle de la masse monétaire (par exemple un taux de croissance de 4% pour un agrégat particulier M1 ou M2 ou M3). Durant l'année, les autorités devront donc utiliser tous les instruments de la politique monétaire qui sont à leur disposition pour que la masse monétaire ne dépasse pas le niveau fixé.
- **Les objectifs du taux d'intérêt** : amènent les autorités monétaires à fixer un niveau souhaitable pour les taux d'intérêt. Elles ne peuvent pas évidemment déterminer un taux précis car ce sont les mécanismes de marché (le marché monétaire) qui décident, selon le jeu de l'offre et de la demande de monnaie, su

niveau des taux (taux d'intérêt à très court terme comme le taux au jour le jour). Comme la banque centrale est un acteur très important sur le marché monétaire, son action permet cependant d'orienter le taux d'intérêt.

Lorsque les autorités souhaitent favoriser l'épargne des ménages (pour aider l'industrie ou pour réduire une consommation jugée trop importante, par exemple), elles cherchent alors à relever les taux d'intérêt. A l'inverse un objectif de taux d'intérêt faible doit conduire à stimuler la croissance et l'investissement (le coût des emprunts baisse pour les entreprises).

- **Les objectifs de change** : ont pris depuis quelques années une place très importante. Les autorités monétaires peuvent utiliser les instruments monétaires pour atteindre un certain niveau du taux de change de la monnaie nationale sur le marché des changes. Un pays peut rechercher une dépréciation de sa monnaie pour relancer ses exportations ou, au contraire une appréciation de sa monnaie (s'il veut bénéficier d'une désinflation importée avec la baisse des prix de ses importations).

## **Section 2 : les objectifs finals de la politique monétaire**

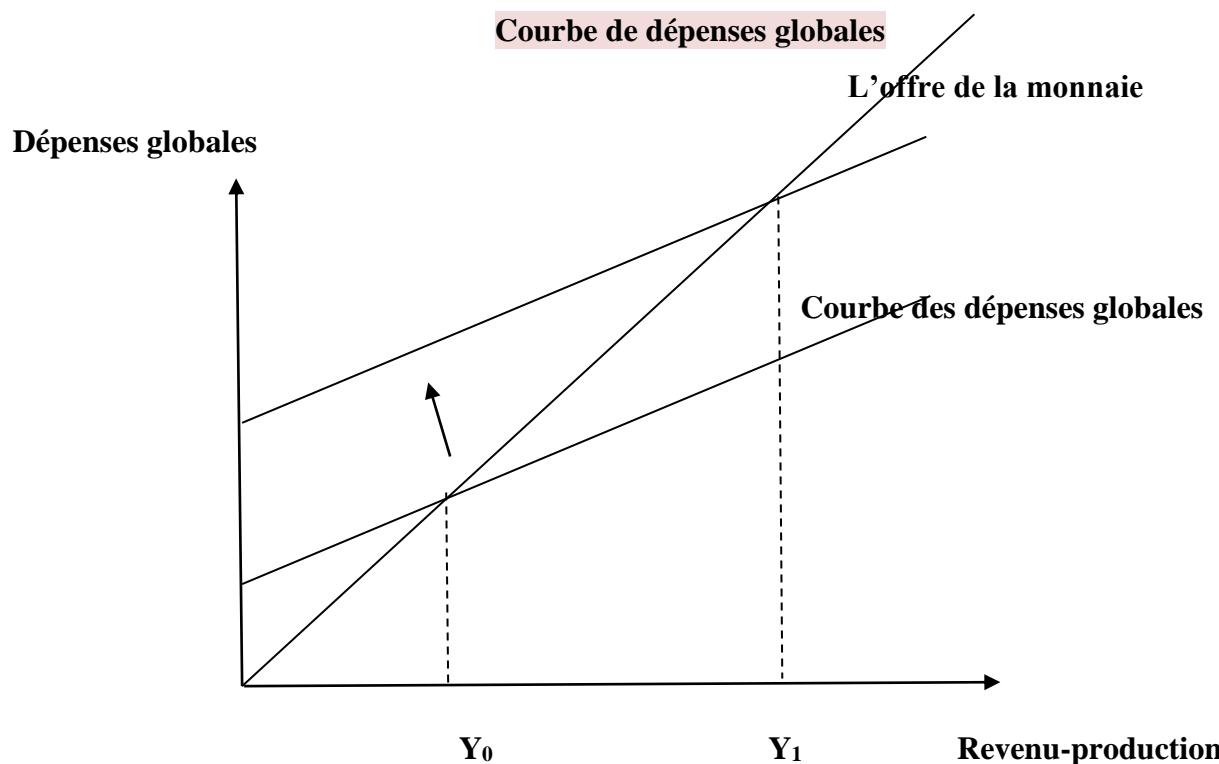
Depuis les années 80, la politique monétaire s'est focalisée sur le seul objectif de stabilité des prix, et ce quasiment dans tous les pays développés car la lutte contre l'inflation est devenue la priorité de tous les pays industrialisés. On peut citer néanmoins d'autres objectifs comme la lutte contre le chômage, la stabilité des marchés financiers.

### **1- Les objectifs principaux :**

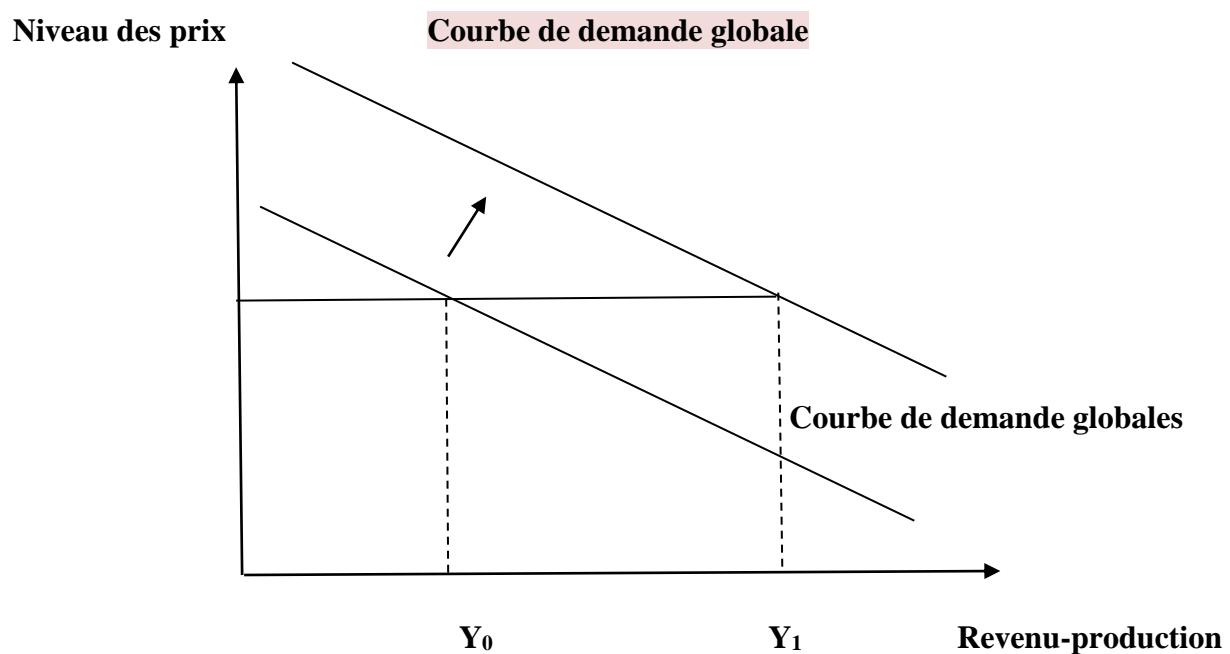
La politique monétaire vise deux objectifs principaux, la stimulation de l'activité économique et la stabilité des prix :

- **La stimulation de l'activité économique :**

La politique monétaire peut stimuler l'économie. Un accroissement de l'offre de la monnaie implique une baisse du taux d'intérêt et une amélioration des disponibilités du crédit ce qui entraîne une hausse des investissements. Quand les dépenses d'investissement augmentent, le revenu augmente du fait du multiplicateur.



La hausse des investissements déplace vers le haut la courbe des dépenses globales et fait augmenter le niveau de production d'équilibre. Lorsque le revenu augmente, la courbe de demande globale se déplace vers la droite. Le niveau des prix reste stable et la production d'équilibre augmente.



Donc on a deux étapes, une augmentation de l'offre de monnaie qui entraîne une baisse du taux d'intérêt qui entraîne à son tour une augmentation du revenu. Cette dernière entraîne une hausse de la demande globale et un niveau d'équilibre de la production. Tout cela en supposant que les prix sont rigides c'est-à-dire que le taux d'intérêt nominal est égal au taux d'intérêt réel.

**- La stabilité du niveau général des prix :**

La stabilité des prix est nécessaire pour une activité économique soutenue. Cette stabilité est considérée comme l'objectif prioritaire de la politique monétaire, car l'inflation crée une incertitude dans l'économie. La stabilité des prix doit être examinée à l'aune de deux critères : la stabilité des anticipations d'inflation à court et moyen terme, et l'absence d'incertitude sur le niveau général des prix à long terme.

**2- Les autres objectifs :**

**- La lutte contre le chômage :**

Un taux de chômage élevé mettra les ménages dans des situations financières difficiles et affectera largement le niveau de la consommation. Il affectera également le niveau de la production (perte de production) à cause des ressources inemployées. Le plein emploi est alors présenté comme la situation idéale et recherchée.

**- La stabilité des marchés financiers :**

Les expériences de la crise financière de 2007 ont montré que la stabilité des prix ne permet pas d'assurer une plus grande stabilité des marchés financiers. Au contraire, elle pourrait contribuer à amplifier les crises financières en incitant les opérateurs financiers à croire que la stabilisation économique implique nécessairement moins de risque financier. La stabilité des prix, qui est souvent associée à une croissance excessive du crédit et au gonflement excessif des bulles sur les prix des actifs financiers et réels, ne garantit pas la stabilité financière.

La stabilité financière et des prix des actifs devient donc un élément important de la politique monétaire.

## Politique monétaire et politique économique

Objectif intermédiaire	Objectif final
Faire baisser les taux d'intérêt	Favoriser l'investissement
Faire monter les taux d'intérêt	Favoriser l'épargne
Autoriser une faible croissance de la masse monétaire	Freiner la consommation pour lutter contre l'inflation
Apprécier sa monnaie	Lutter contre l'inflation importée
Déprécier sa monnaie	Favoriser les exportations et l'excédent commercial

### Section 3 : les instruments de la politique monétaire

Les autorités monétaires peuvent, directement, chercher à limiter autoritairement la quantité de monnaie créée par les banques lorsque celles-ci distribuent des crédits (politique d'encadrement du crédit). Indirectement, elles peuvent intervenir au moment où les banques ont besoin elles-mêmes de monnaie (monnaie de la banque centrale nécessaire pour faire face aux retraits massifs de la clientèle par exemple).

#### 1- L'encadrement du crédit

C'est une mesure réglementaire qui s'impose aux banques celles-ci doivent respecter un certain pourcentage d'augmentation annuel des crédits qu'elles distribuent, ainsi, d'une année sur l'autre, le total des crédits distribués ne doit pas augmenter de plus de tant %. En cas de dépassement, les banques sont soumises à des sanctions (en particulier, la monnaie de la banque centrale dont elles ont besoin leur coûtera plus cher).

Comme les banques limitent alors la distribution de crédits aux différents agents de l'économie, la création monétaire est ralentie, l'encadrement du crédit, en vigueur au Maroc depuis 1969, a été abandonnée en 1991 au profit d'une intervention indirecte par les taux.

#### 2- Refinancement et réserves obligatoires

##### - Le refinancement :

Les banques ne peuvent pas créer autant de monnaie qu'elles le souhaitent car elles doivent être en mesure, à tout instant, de faire face à une demande de la clientèle qui désire retirer ses fonds. Lorsqu'elles ont besoin de « monnaie banque central » (billet, par exemple) pour satisfaire les besoins de la clientèle, elles ont la

possibilité de s'adresser à la banque centrale (« préteur en dernier ressort ») afin de « mobiliser » des créances qu'elles détiennent.

La banque centrale agit alors avec la banque comme cette dernière a pratiqué avec l'entreprise : elle crée de la monnaie (concrètement, elle crédite le compte que la banque détient à la banque centrale) en échange de la créance que lui donne la banque. Cette opération de refinancement (aussi appelée parfois **réescompte** lorsque la banque centrale rachète une créance que la banque avait escomptée à la demande d'une entreprise) a cependant un coût pour les banques, coût représenté par le taux d'intérêt exigé par la banque centrale.

En augmentant ce coût de refinancement des banques, la banque centrale les oblige à réduire leurs activités de distribution de crédit. Les banques peuvent continuer à distribuer des crédits au même taux pour la clientèle mais leurs profits diminuent très rapidement car les ressources qu'elles prêtent leur coûtent de plus en plus cher (politique qui ne peut pas durer longtemps). Elles préfèrent alors augmenter les taux des crédits à la clientèle, ce qui freine les demandes de crédits.

Le coût du refinancement permet à la banque centrale d'agir sur la distribution de crédits des banques et donc sur la création monétaire. Ainsi, une baisse des taux de refinancement entraîne les banques à créer davantage de moyens de paiement à la disposition des agents économiques (politique de relance de l'activité économique).

Les autorités disposent d'un autre instrument permettant de peser sur l'activité des banques avec les réserves obligatoires.

- **Les réserves obligatoires :**

Sont des dépôts non rémunérés que chaque banque doit effectuer sur un compte à la banque centrale. Le montant de ces dépôts correspond à une part du total des dépôts réalisés dans les banques. Les réserves obligatoires sont donc des ressources que les banques donnent gratuitement à la banque centrale (celle-ci ne les utilise pas) alors qu'elles auraient pu les prêter à leurs clients afin de réaliser un profit. Ainsi, lorsque la banque centrale augmente le montant des réserves obligatoires, les banques doivent réduire leurs offres de crédit, en revanche, une diminution de ces réserves encourage les banques à prêter davantage de fonds (augmentation de la masse monétaire).

- **L'intervention sur le marché monétaire :**

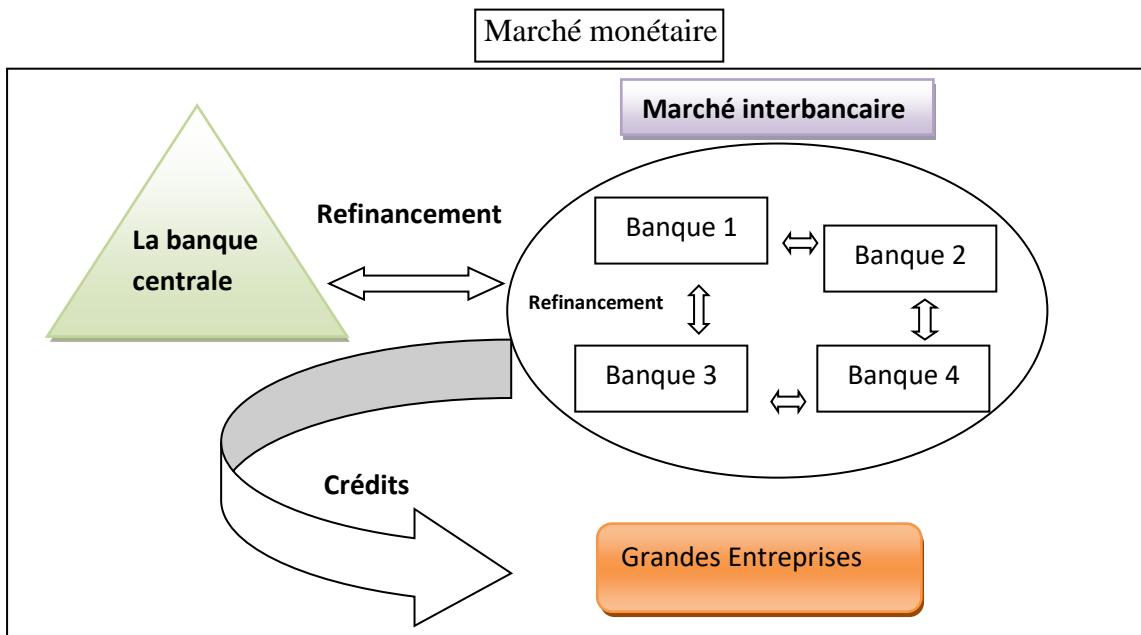
Les mécanismes de la création monétaire montrent le rôle fondamental joué par le marché monétaire. Quotidiennement, l'ensemble des banques se retrouvent sur le marché monétaire pour s'échanger leurs besoins et leurs déficits de monnaie banque centrale. Une banque qui a besoin de liquidités peut se refinancer auprès de la banque centrale, mais elle peut aussi s'adresser directement au marché monétaire, c'est en particulier le cas lorsque les taux pratiqués sur le marché monétaire sont inférieurs aux taux de refinancement.

Le marché monétaire qui n'exige pas l'intervention quotidienne et obligée de la banque centrale est qualifié **d'open market**.

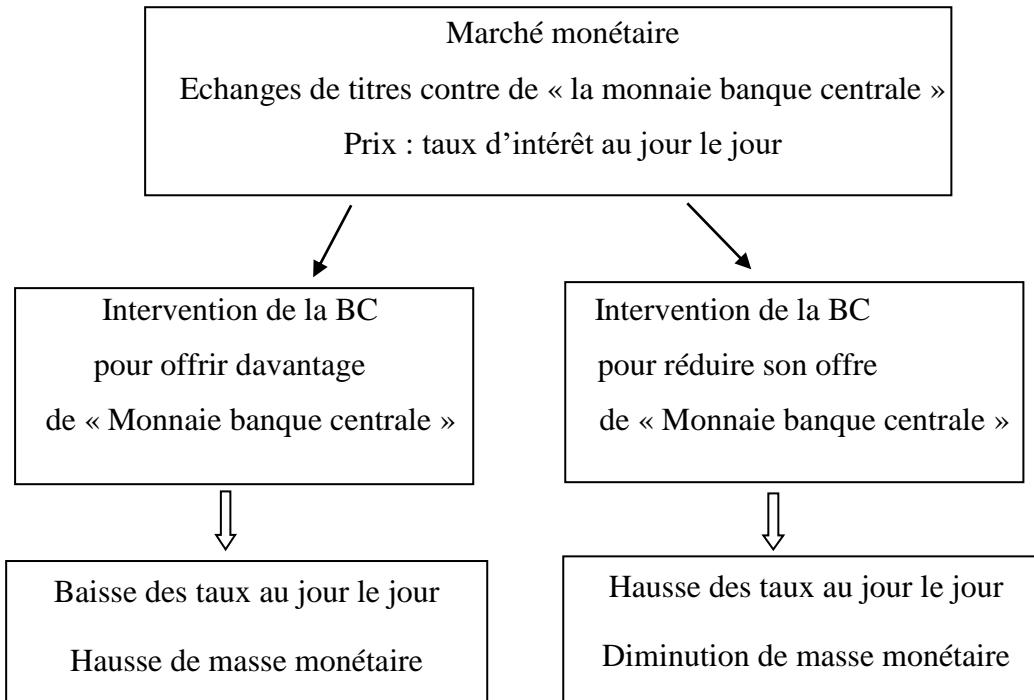
**Encadré 1**

La différence entre le marché monétaire et le marché interbancaire

Le marché interbancaire est la composante la plus importante du marché monétaire, seuls les banques qui ont accès à ce marché, tandis que les institutions non bancaires (grandes entreprises, assureurs...) ont accès au marché monétaire.



## Schéma de l'intervention de la banque centrale



## Section 4 : les fondements théoriques de la politique monétaire

### 1- La théorie quantitative de la monnaie

Celle-ci est d'abord apparue au XVI<sup>e</sup> siècle lorsque l'afflux des métaux précieux d'Amérique latine provoqua en Europe de très fortes augmentations des prix. La hausse des prix fut alors expliquée par l'augmentation du stock de monnaie en circulation.

Il appartient à l'économiste Irving Fisher d'avoir mis en forme cette idée, au début du XX<sup>e</sup> siècle, avec une équation :

$$M \times V = P \times T$$

**M** : est la masse monétaire en circulation (la masse monétaire);

**V** : la vitesse de circulation de la monnaie (nombre de transactions réalisé par unité de monnaie) ;

**P** : le niveau général des prix ;

**T** : le volume des transactions.

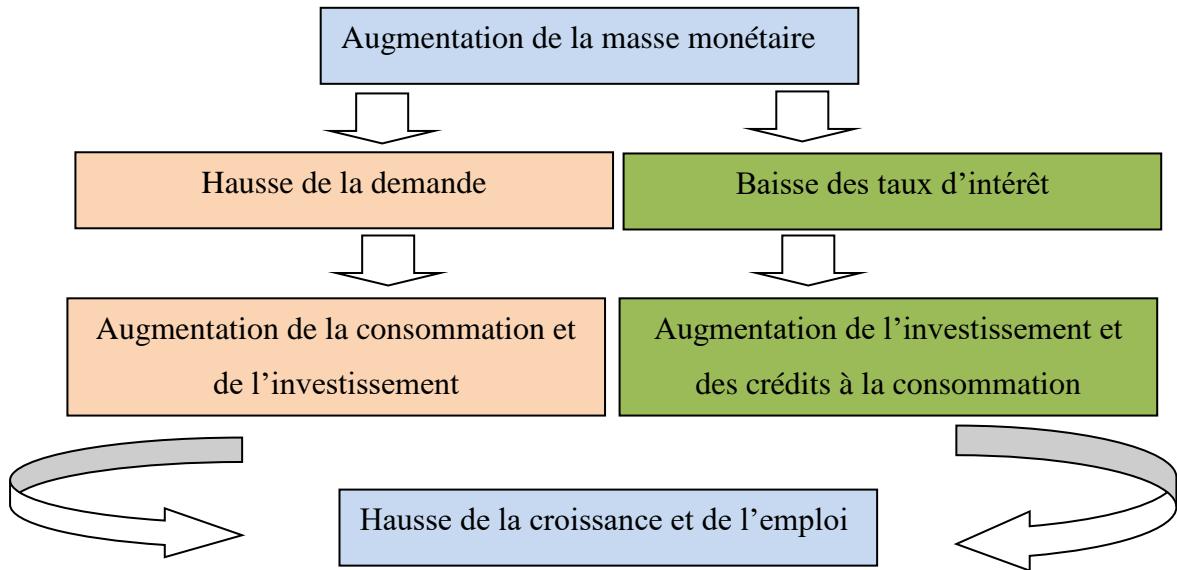
Pour comprendre la notion de la vitesse de circulation, on peut imaginer une situation où les prix et la quantité de monnaie sont constants, si la vitesse de circulation de la monnaie est multipliée par deux, les billets, par exemple, circulent deux fois plus vite et permettent d'acheter deux fois plus de biens.

Selon la théorie quantitative de la monnaie, lorsque le volume des transactions et la vitesse de rotation de la monnaie ne se modifient pas, une variation de la quantité de monnaie entraîne une variation des prix. En conséquence, la quantité de monnaie doit s'adapter aux échanges de bien dans une économie afin d'éviter l'inflation. La masse monétaire ne doit donc pas augmenter plus vite que l'activité économique (taux de croissance).

## **2- Keynes et la politique monétaire**

Keynes conteste d'abord les hypothèses de la théorie quantitative en remarquant qu'une augmentation de la masse monétaire ne conduit pas nécessairement à la hausse des prix. Si les capacités de production ne sont pas toutes employées, c'est-à-dire si les machines peuvent produire rapidement davantage de biens sans augmentation excessive des coûts, ou bien si les entreprises disposent de stocks importants, un accroissement de la quantité de monnaie permet immédiatement des achats supplémentaires puisque les entreprises arrivent à satisfaire cette nouvelle demande. Ainsi, dans certaines circonstances, l'augmentation de la masse monétaire induit un accroissement de l'activité économique et non une hausse des prix. Une politique monétaire active, destinée à lutter contre le chômage, est donc possible.

Pour Keynes, une politique monétaire agit cependant différemment car elle provoque plutôt une variation des taux d'intérêt. Ainsi, une augmentation de l'offre de monnaie sur le marché monétaire, qui conduit la banque centrale à acheter des titres fournis par les banques contre de la monnaie nouvelle (création monétaire), entraîne une baisse des taux d'intérêt, celle-ci à son tour favorise les entreprises puisque le coût des emprunts destinés à financer les investissements diminue. A l'inverse, une politique monétaire destinée à ralentir l'activité économique passe par une diminution de l'offre de monnaie (vente de titres) et une hausse des taux.



### 3- Le monétarisme

L'analyse monétariste, en particulier celle de l'économiste américain Milton Friedman, reprend la théorie quantitative de la monnaie puisqu'elle considère que l'inflation est partout et toujours un phénomène monétaire. Critiquant les interventions de l'Etat en matière monétaire, les monétaristes proposent d'adopter des normes d'augmentation annuelle de la masse monétaire afin que celle-ci ne progresse pas plus rapidement que le taux de croissance de l'économie.

L'idée centrale des thèses monétaristes est que la politique monétaire n'a, à long terme, aucun effet réel sur l'activité économique. Elle ne peut influencer, avec l'inflation, que les grandeurs nominales de l'économie.

## Chapitre II :

### L'évolution de la politique monétaire marocaine

#### **Section 1 : Politique monétaire au Maroc : de la répression à la libéralisation financière**

La politique monétaire marocaine a connu plusieurs mutations au niveau de ses objectifs et ses instruments, en passant par deux périodes très importantes, la période de la répression financière et celle de la libéralisation financière :

- ✓ Dans la première période qui s'étale de l'indépendance à la fin des années 80, la politique monétaire a été basée essentiellement sur les interventions réglementaires ;
- ✓ Dans la seconde période, celle de la libéralisation financière, qui a débuté dans les années 90, la politique monétaire se dirigeait vers une régulation par le taux d'intérêt et par la manipulation de la réserve monétaire.

#### **1- Période de la répression financière**

Durant cette période, la politique monétaire marocaine a visé des objectifs finaux qui peuvent être représentés par le fameux carré magique. Pour cela, Bank Al Maghrib a mis en place plusieurs instruments réglementaires qui ont été modifiés tout en changeant les objectifs ciblés par les autorités monétaires. Ces objectifs peuvent se présenter comme suit :

##### **➤ Faciliter le financement des investissements**

Pour atteindre cet objectif plusieurs modifications ont touché les instruments de la politique monétaire utilisés :

- ✓ **Le plafond de réescompte** : dès la création de Bank Al Maghrib en 1959, les autorités monétaires ont choisi d'instaurer des plafonds globaux distincts pour chaque banque afin de contrôler la quantité des crédits par l'action sur la liquidité bancaire ;
- ✓ **La réserve obligatoire** : l'utilisation de cet instrument a permis à la banque centrale d'agir sur la liquidité bancaire sans modifier le plafond d'escompte tout en modulant le volume des dépôts ;
- ✓ **Le plancher d'effet public** : cet instrument a été utilisé depuis 1966 afin d'orienter la liquidité bancaire vers le circuit public. Pour cela les autorités monétaires obligent les banques à conserver un portefeuille minimum d'effets publics (plancher des bons du trésor) ;

- ✓ **L'encadrement du crédit** : il a été utilisé dans le but de maîtriser le taux de progression des crédits accordés par les banques. Cette technique monétaire a été utilisée pour la première fois en 1969 ;
- ✓ **Le taux d'intérêt** : les autorités monétaires ont utilisé les taux d'intérêts en tant qu'une véritable locomotive pour favoriser l'investissement. Ces taux ont été maintenus à un niveau bas afin qu'ils assurent l'opération de financement pour les secteurs prioritaires.

#### ➤ **Le développement de l'investissement et la relance de la croissance**

La réalisation de cet objectif a poussé les autorités monétaires de passer de la facilité du financement des investissements comme objectif final, vers le développement de ces investissements pour qu'ils soient une force motrice de la croissance économique au Maroc. Ce développement de l'investissement a été basé sur une politique monétaire et budgétaire expansionniste qui a engendré un financement inflationniste dû aux déséquilibres entre l'offre et la demande des fonds prêtés du trésorier. Cette situation a mis le Maroc dans une sphère économique déséquilibrée, qui a nécessité l'adoption des plans de stabilisation.

#### ➤ **La stabilisation de la situation économique :**

La période entre 1977 et 1983 était une période de stabilisation économique avec excellence, car, elle a connu deux plans de stabilisation :

- ✓ Le premier plan de stabilisation a visé la révision à la hausse des taux d'intérêts, afin de s'aligner avec la volonté des autorités monétaires qui espèrent baisser les dépenses d'équipement, encourager les exportations et limiter les importations ;
- ✓ Le deuxième plan avait comme objectif principal la limitation du déficit budgétaire qui a atteint en 1978, 6193 millions de dirhams. Mais cet objectif a été loin d'être réalisé puisque le Maroc a connu plusieurs conditions défavorables sur le plan politique, économique et même environnemental (la guerre pour la récupération du Sahara, appréciation du dollar et la sécheresse qui a duré 3 années consécutives). Cette délicate situation a effondré plusieurs indicateurs économiques :
  - ✓ Le déficit budgétaire a atteint 12% du PIB en 1982 ;
  - ✓ Le taux moyen de l'inflation était de 10% par an ;
  - ✓ L'encours de la dette extérieure a atteint 86% du PIB.

## ➤ La réduction du déséquilibre entre l'offre et la demande

A partir de 1990, les autorités monétaires marocaines ont adopté plusieurs réformes afin de permettre aux mécanismes du marché de jouer leurs rôles dans le fonctionnement du système financier, dans une perspective de libéralisation financière. Pour ce faire, la politique monétaire lors de cette période s'est focalisée sur la suppression des critères de répression financière afin d'assurer le passage vers la libéralisation financière.

Plusieurs actions ont été réalisées pour atteindre cet objectif :

- ✓ Une suppression des obstacles de la période de répression, par la libéralisation des taux et la levée de l'encadrement du crédit et des emplois obligatoires ;
- ✓ L'adoption d'une nouvelle loi bancaire qui permet de renforcer la protection de la clientèle et le contrôle exercé par les autorités de tutelle ;
- ✓ L'unification du cadre juridique entre les différentes institutions du crédit.

## 2-Période de libéralisation financière

Le début des années 90 a été marqué par plusieurs réformes importantes engagées par les autorités monétaires marocaines dans le but de réaménager les instruments de la politique monétaire dans la perspective d'amorcer de nouvelles mesures de libéralisation financière. Ces nouvelles mesures tendent « à substituer les mécanismes de marché de l'état de répression financière par l'institution d'un nouveau cadre instrumental : les instruments d'action directe et sélective seront remplacés par des instruments d'action indirecte<sup>1</sup> ». Parmi ces nouvelles mesures on trouve :

- ✓ La libéralisation des taux d'intérêts créditeurs (1990) ;
- ✓ La levée de l'encadrement des crédits (1991) ;
- ✓ La déréglementation des taux d'intérêts débiteurs (1991) ;
- ✓ La réforme de la bourse et la réforme de la loi bancaire (1993) ;
- ✓ Le lancement des OPCVM (1995) ;
- ✓ Le réaménagement de la technique d'adjudication des bons de trésor (1995) ;
- ✓ La libéralisation des taux d'intérêts débiteurs (1996).

En général, la période de libéralisation financière a connu deux vagues de réformes : des réformes qui s'intéressent au cadre opérationnel et des réformes qui s'occupent du cadre institutionnel.

---

<sup>1</sup> Analyse monétaire et financière, revue juridique, politique et économique du Maroc, Mohamed Akaaboun p : 16.

## ➤ **Les réformes du cadre opérationnel**

Bank Al Maghrib, et depuis le début de la libéralisation financière fournit un effort énorme pour le développement du cadre opérationnel de la politique monétaire, par l'harmonisation des mécanismes d'interventions sur le marché monétaire et par l'intégration des principes de flexibilité et de souplesse dans la gestion de la trésorerie bancaire.

L'évolution du cadre opérationnel a connu lors de la période de libéralisation financière deux phases différentes :

- Une première phase s'intéresse aux besoins de refinancement bancaire ;
- Une deuxième phase s'occupe de la maîtrise de la situation de surabondance de la liquidité issue de la privatisation.

### ✓ **Les réformes de refinancement bancaire**

Ces réformes cherchent à piloter le taux interbancaire à l'aide d'un ensemble d'instruments d'intervention monétaires, qui visent principalement l'injection de la liquidité bancaire. Ces instruments peuvent être présentés comme suit :

- les avances du 7 jours par voie d'appel d'offre hebdomadaire : qui ont été mises en place à partir de juin 1995, afin de :
  - Fournir à Bank Al Maghrib et à son initiative, la possibilité d'injecter de la liquidité bancaire conformément à l'orientation générale de la politique monétaire ;
  - Faire intervenir le taux interbancaire comme principal instrument de régulation monétaire.
- Les avances à 5 jours : qui peuvent être demandées par les banques deux fois par semaine pour répondre à leur besoin en liquidité. Mais le taux d'intérêt de cette action est plus cher que celui de l'appel d'offre hebdomadaire ;
- Les avances à 24 heures : peuvent être effectuées à l'initiative des banques afin de répondre à un besoin de liquidité ou à l'initiative de la banque centrale dans le cas où le compte courant d'une banque, tenu auprès d'elle, présente un solde débiteur à la fin de la journée.

### ✓ **Les réformes de la maîtrise de la surabondance de liquidité**

Le début des années 2000 a été marqué par le phénomène d'abondance de la liquidité issue de la privatisation, de l'augmentation des recettes du tourisme et du transfert des marocains du monde. Face à cette situation de surliquidité, Bank Al Maghrib était obligé d'adapter ses instruments de politique monétaire avec cette situation, les différents canaux d'intervention sur le marché monétaire ont été réaménagés et repris à nouveau. Ce nouveau dispositif adopté se base sur deux formes principales :

- Les formules de reprise de la liquidité : qui se présentent comme des canaux de retrait de liquidité qui permettent aux banques de placer leurs excédents en liquidité auprès de la banque centrale. C'est une opération symétrique aux avances mise à la disposition des banques pour le refinancement, cette opération de reprise de la liquidité prend deux formules principales :
  - Les reprises de liquidité hebdomadaire pour 7 jours se réalisent à l'initiative de la banque centrale, sous forme de dépôts à terme auprès d'elle, sur la base d'un taux variable (en 2006 le taux des reprises à 7 jours varie entre 2.5% et 3.25%)<sup>2</sup> ;
  - Les facilités de dépôts à 24 heures qui se réalisent à l'initiative des banques, avec un montant qui ne peut pas être inférieur à 10 millions de dirhams et avec un taux d'intérêt fixe qui correspond au plancher des interventions de la banque centrale ;
- Les mécanismes complémentaires de réglage de la liquidité :

A côté des formules de reprise de liquidité qui représentent les principaux instruments d'intervention monétaire pour la maîtrise de la surliquidité, on trouve des mécanismes de réglage de liquidité qui peuvent être qualifiés de secondaires :

- Les opérations d'open market : qui sont réalisées dans le but de faire face aux fluctuations brusques de liquidité bancaire. Ces opérations permettant de régler ponctuellement la liquidité bancaire par le biais de cession ou d'acquisition des bons de trésor ;
- Les opérations de SWAP de change : qui visent aussi la maîtrise de la liquidité bancaire, pour cela la banque centrale peut intervenir sur le marché des changes pour acheter et vendre le dirham au comptant, contre la devise et le revendre ou le racheter à terme ;

---

<sup>2</sup> Analyse monétaire et financière, revue juridique, politique et économique au Maroc, n°43.

- La réserve monétaire : constitue une mesure réglementaire classique qui vise à réguler la liquidité bancaire à partir de manipulation des ressources bancaires, le taux de ces réserves et son taux de rémunération déterminent les objectifs monétaires ciblés à court terme.

### ➤ **Les réformes du cadre institutionnel**

Après les réformes du cadre opérationnel, une deuxième génération de réformes a été lancée à partir de 2006, qui visent le cadre institutionnel :

#### ✓ **Les réformes de la loi bancaire**

En 2006, une nouvelle loi bancaire a vu le jour. Cette loi était basée sur la loi bancaire de 1993 et elle visait l'accompagnement des réformes introduites par le nouveau statut de Bank Al Maghrib. Cette nouvelle loi bancaire a été fondée sur plusieurs objectifs dont on trouve :

- Extension du contrôle de Bank Al Maghrib sur tous les établissements de crédits et même sur certains organismes qui exercent les opérations à caractère bancaire comme la Poste et la CDG ;
- Renforcement des attributions de la commission de la discipline des établissements de crédit ;
- Elargissement de la contribution des commissaires aux comptes au contrôle des établissements du crédit.

Le 24 Décembre 2014, une nouvelle loi bancaire a été promulguée (la loi n° 103-12 relative aux établissements de crédits et organismes assimilés, publiée officiellement le 22 Janvier 2015). Cette loi a profité largement des leçons tirées des effets de la crise financière de 2008, et elle s'est focalisée sur les exigences prudentielles pour protéger le système bancaire de tout choc financier. Cette loi bancaire de 2014 a ciblé essentiellement les objectifs suivants :

- L'élargissement du champ de la supervision bancaire ;
- L'introduction des banques participatives et du cadre qui les régisse ;
- Le renforcement des règles de la gouvernance bancaire ;
- Protéger le secteur bancaire des chocs financiers par la mise en place d'une approche de surveillance macro prudentielle.

### ✓ **La réforme du statut de Bank Al Maghrib**

La question de la crédibilité de la politique monétaire marocaine était à la base du débat de l'autonomie de Bank Al Maghrib. Ce débat a connu deux courants opposés :

Ceux qui pensent que l'autonomie de la banque centrale permet de réduire le biais inflationniste lié à la création monétaire par le gouvernement pour financer le déficit budgétaire. Ce qui va renforcer la crédibilité de la politique monétaire et va permettre de mettre en place le concept du pouvoir monétaire qui limite les fonctions régaliennes du pouvoir exécutif dans le domaine monétaire. Et d'autres qui s'opposent à cette autonomie de la banque centrale, car selon eux, cette autonomie peut être couteuse en termes de stabilité des prix, parce qu'elle réduit les instruments d'actions de la politique économique en écartant le pouvoir régalien du gouvernement, en plus du fait qu'elle peut générer des contradictions entre la politique monétaire et budgétaire.

A partir de 2006, ce débat acharné s'est atténué et l'autonomie de Bank Al Maghrib est devenue une priorité pour améliorer la crédibilité de la politique monétaire et pour faciliter l'intégration internationale. La révision du statut de Bank Al Maghrib a été donc dans l'ordre du jour et a été réglementée par la loi 76-03 promulguée le 23 novembre 2005 par le Dahir N° 1-05-38 et elle a touché quatre niveaux principaux :

- Le niveau organique : qui s'est articulé sur la gouvernance de la banque centrale, la rémunération de ses responsables, la responsabilité de son gouverneur et le contrôle externe de son activité ;
- Le niveau opérationnel : qui s'articule essentiellement sur l'objectif principal de la banque centrale qui se résume dans la stabilité des prix : « dans le but d'assurer la stabilité des prix, la banque arrête et met en œuvre les instruments de la politique monétaire » article 6 du nouveau statut de Bank Al Maghrib ;
- Le niveau financier : qui interdit à la banque centrale de financer le déficit budgétaire de l'Etat, cette interdiction a été stipulée dans l'article 27 du nouveau statut de Bank Al Maghrib « la banque ne peut accorder des concours financiers à l'Etat, ni se porter garante d'engagements contractés par lui, que sous forme de facilité de caisse... » ;
- Le niveau de communication : qui se focalise sur le renforcement de la transparence de l'action de la banque centrale et de la crédibilité de la politique monétaire, en se basant sur une politique de communication qui s'est engagée avec le nouveau statut de Bank Al Maghrib. Cette politique de communication se présente sous plusieurs formes :

- Communiqué de presse après chaque réunion du conseil de la banque pour expliquer les mesures prises dans le domaine de la politique monétaire ;
- Le rapport annuel sur l'activité de la banque centrale et sur le contrôle de l'activité des établissements de crédit ;
- Les rapports trimestriels de la politique monétaire ;
- Les bulletins trimestriels sur les statistiques économiques monétaires et financières.

## **Section 2 : La politique monétaire marocaine d'après la crise financière : quelles mutations ?**

A partir de 2008 et à cause de la crise financière, la stabilité des prix au Maroc a été exposée à d'importants risques à court et à moyen terme. Vu son impact direct sur les prix domestiques, la hausse des prix des matières premières à l'échelle internationale a représenté le risque majeur à court terme, tandis que les effets de second tour associés à cette hausse, la poursuite de l'augmentation soutenue du crédit et la tension sur le marché du travail ont constitué les principaux risques à moyen terme.

Cette cartographie des risques a été à l'origine du changement de la conception et de la stratégie de la politique monétaire marocaine, qui s'est orientée vers une politique monétaire plus souple et fortement accommodante, basée sur des mesures monétaires conventionnelles et non conventionnelles comme l'extension du collatéral éligible aux opérations de politique monétaire aux certificats de dépôts et l'introduction des opérations de prise de pension à terme plus long.

La crise financière de 2008, a aussi tiré la sonnette d'alarme pour le développement du système financier afin qu'il soit une locomotive de l'économie et non une source de crises et de tensions inflationnistes. Dès lors les autorités monétaires se sont focalisées sur le renforcement de la régulation financière prudentielle et de la surveillance des risques systémiques.

### **1- L'assouplissement monétaire comme solution de la crise**

**L'assouplissement monétaire : risques et intérêts :** L'ampleur de la crise financière et sa vitesse de propagation a poussé plusieurs banques centrales à s'orienter vers des politiques monétaires dites accommodantes, vu leur rôle important dans le soutien et la relance de l'activité économique. Cette orientation a permis d'éviter l'effondrement du système économique.

Ce type de stratégie monétaire consiste à stimuler la dynamique économique par le biais de l'augmentation de la masse monétaire et du maintien du taux d'intérêt à un niveau faible, afin de relancer les mécanismes de crédit puisque ces mesures offrent des financements à moindre coût. Mais, la réalisation de ces mesures monétaires repose sur l'hypothèse de l'existence d'un système financier fort, développé et capable de transmettre les orientations de la politique monétaire. Cette hypothèse n'est pas toujours valable, car les institutions financières sont confrontées de plus en plus à des normes prudentielles qui ne les incitent pas à accorder des crédits. En plus les entreprises et les ménages ne s'orientent pas forcément à l'emprunt dans un environnement incertain où les perspectives économiques futures ne sont pas positives.

Les mesures d'assouplissement monétaire, et malgré leur importance dans le soutien et la relance économique, sont toujours des cibles de critiques. Les opposants de l'application de ces mesures, les qualifient comme de mesures monétaires artificielles et conjoncturelles qui peuvent comporter plusieurs risques à l'économie. En effet le maintien du taux d'intérêt à un niveau faible peut induire les banques à sous-estimer les risques de l'insolvabilité de leur débiteur, ce qui peut augmenter l'octroi et la détention de prêts improductifs. Cette situation peut être qualifiée comme une mauvaise allocation des crédits, qui peut orienter l'économie vers une nouvelle crise financière.

Les taux d'intérêt faibles, peuvent aussi influencer négativement le rendement des crédits bancaires, car les revenus issus des prêts octroyés diminuent et les rendements liés aux placements obligataires des entreprises d'assurances et des fonds de pensions se minimisent. Cette situation peut mener les entreprises de plusieurs secteurs à la faillite.

Généralement le maintien du taux d'intérêt à un niveau faible se présente comme une solution du court terme, qui encourage les opérations de financement et de placement et contribue au renforcement de la crédibilité et de la confiance dans le but d'assurer le retour à la prise du risque. Mais à moyen et à long terme, les taux d'intérêts faibles peuvent être une source de la prise excessive de risque, car dans des conditions monétaires assouplies, les rendements sont tassés et l'orientation vers les placements les plus risqués et les plus rémunérateurs, sera un comportement logique. Cette prise excessive de risque, peut être sanctionnée par de lourdes pertes en cas de retour de l'équilibre du marché.

En plus, le prolongement des mesures d'assouplissement monétaire peut créer un certain déséquilibre au niveau du système financier, car un taux d'intérêt faible peut fausser les prix

sur les marchés financiers ce qui ne permet donc pas d'évaluer les actifs financiers à leur valeur. Cette situation va biaiser l'allocation efficace des ressources et le système financier ne sera pas en mesure de refléter la situation réelle de l'économie.

D'autres risques s'ajoutent dans le cas où les mesures d'assouplissement monétaire sont appliquées dans un environnement de crise, car généralement ces mesures visent la lutte contre l'aversion généralisée du risque causé par le manque de crédibilité et de confiance, dû à l'incertitude émanant de la sphère économique. Cette situation décourage de plus en plus les demandeurs des prêts et les opérateurs financiers, ce qui renforce cette aversion du risque.

### **L'assouplissement monétaire au Maroc : une orientation et un choix stratégique**

Malgré tous ces risques, le Maroc à l'instar de plusieurs pays qui se sont orientés vers ce type de stratégie monétaire pour échapper aux répercussions économiques de la crise financière, a choisi de suivre une politique monétaire assouplie et fortement accommodante. Cela s'est manifesté par une réduction du taux directeur, une augmentation du volume des injections monétaires pour répondre aux besoins des banques en liquidité et un abaissement du taux des réserves monétaires.

Le choix de cette orientation monétaire par les autorités monétaires marocaines a été justifié par une analyse minutieuse de l'environnement économique international de l'année 2008, qui a été marqué par une envolée des prix des matières premières et son impact sur l'inflation. Cette période a été caractérisée par l'aggravation de la crise financière et la diffusion de ses effets avec une rapidité et une ampleur remarquable, cela a conduit la croissance mondiale à un large ralentissement en passant de 5,1 % à 3,2 % en un an.

Dans ce contexte détérioré, les autorités monétaires marocaines ont décidé de maintenir le niveau du taux directeur tout en rehaussant le niveau de vigilance quant à l'évolution des facteurs de risque, aussi bien externes qu'internes. A partir du deuxième semestre de l'année 2008, la banque centrale marocaine a décidé de relever de 25 points de base le taux directeur pour qu'il soit 3,5%. Cette décision vise la prévention des effets de second tour liés à la hausse des prix de base importé, la préservation de la stabilité des prix à moyen terme et le maintien des conditions nécessaires à la croissance.

Au début de l'année 2009, les premiers signes de l'assouplissement monétaire ont apparu, avec la réduction du taux de la réserve monétaire, en le ramenant de 15% à 12%, afin de répondre au déficit de la trésorerie bancaire. Ce ratio a été ramené à 8% à partir d'octobre

2009 et à 6% en 2010. Ces actions menées ont été traduites par une injection cumulée de la liquidité de 17,9 milliards de dirhams en 2009. Le taux directeur, à son tour, a été réduit de 25 points de base en le ramenant à 3,25% en 2009.

La tendance accommodante de la politique monétaire a été menée jusqu'à 2012, avec l'abaissement du taux directeur de 25 points de base, pour qu'il soit 3% et l'abaissement de 2 points de pourcentage du ratio de la réserve monétaire en le ramenant à 4%. Mais à partir de l'année 2011, d'autres mesures ont été ajoutées à la tendance accommodante de la politique monétaire marocaine, il s'agit des mesures monétaires, dites non conventionnelles.

**Tab.13 : Décisions de la politique monétaire depuis 2008**

Entrée en vigueur	Taux directeur (Taux des avances à 7 jours)	Taux de la réserve monétaire	Autres
01/01/2008		Baisse de 16,5% à 15%	
24/09/2008	Hausse de 3,25% à 3,50%		
01/01/2009		Baisse de 15% à 12%	
25/03/2009	Baisse de 3,50% à 3,25%		
01/07/2009		Baisse de 12% à 10%	
01/10/2009		Baisse de 10% à 8%	
01/04/2010		Baisse de 8% à 6%	
13/04/2011			Extension du collatéral éligible aux opérations de politique monétaire aux certificats de dépôts. - Ajustement des périodes d'appel d'offres avec les périodes de la réserve monétaire. - Suppression des comptes sur carnets de l'assiette de calcul de la réserve obligatoire
20/09/2011			Introduction des opérations de prise de pension à terme plus long
27/03/2012	Baisse de 3,25% à 3%		Décision d'élargissement du collatéral éligible aux opérations de politique monétaire aux effets représentatifs des créances privées des TPE et PME.
26/09/2012		Baisse de 6% à 4%	- Mise en œuvre de la première opération de prêts garantis par des effets privés destinés aux TPE et PME. - Assouplissement des critères d'éligibilité des certificats de dépôts.
13/12/2012			

Source : rapport annuel de Bank Al Maghrib (BAM) pour l'exercice 2012

## 2- Les mesures monétaires non conventionnelles au Maroc, un choix pour la relance économique

Pour faire face à la turbulence financière de la crise financière de 2008, plusieurs banques centrales se sont orientées vers des mesures monétaires inhabituelles et même exceptionnelles, qualifiées de non conventionnelles. Cette orientation est justifiée par le besoin de réactiver les canaux de transmission de la politique monétaire, afin de stimuler l'économie et réduire les tensions sur les marchés monétaires et financiers, car dans un

contexte économique dégradé, où les taux d'intérêts sont faibles, les autorités monétaires perdent toute marge de manœuvre pour s'opposer à l'enclenchement d'une spirale déflationniste, et les mesures monétaires conventionnelles perdent toutes leurs efficacités.

### **Mesures non conventionnelles : un aperçu général**

La politique monétaire des années 80, a visé essentiellement la stabilité des prix. Les banques centrales, et pour atteindre cet objectif, modulent leur taux d'intérêt directeur, pour influencer le coût du crédit et pour maîtriser le volume de liquidité dans l'économie.

Cette approche classique pour la conduite de la politique monétaire n'est pas toujours valable, car dans le cas des crises, ce type de politique monétaire devient inefficace. C'est le cas par exemple de la crise bancaire du Japon de 1997-1998 et de la crise financière de 2008.

L'inefficacité des mesures monétaires classiques, dites conventionnelles, est essentiellement due à l'abaissement fort et rapide du taux d'intérêt directeur à un niveau quasi nul, sans pour autant relancer l'activité économique. On peut dire, dans ce cas, que les autorités monétaires perdent toutes marges de manœuvre dans la conduite de la politique monétaire. En d'autres termes, la perte d'action de la banque centrale sur la conduite de la politique monétaire, est en partie, due à l'inefficacité du canal du taux d'intérêt, ce qui provoque une déconnexion de la structure des taux d'intérêt à moyen et long terme, avec la dynamique du taux directeur.

Cette situation d'inefficacité et de perte du contrôle, a incité les banques centrales à adopter de nouveaux instruments, c'est le cas de la Banque Centrale du Japon (Bank Of Japon : BOJ) qui a lancé en 2001 des mesures monétaires inhabituelles et exceptionnelles, qui ont constitué une véritable innovation monétaire qualifiées de « non conventionnelles ».

L'objectif de cette innovation monétaire, réside dans la restauration des moyens d'action de la banque centrale sur la conduite de la politique monétaire. On peut dire aussi que les mesures monétaires non conventionnelles visent la réactivation du canal du taux d'intérêt, afin d'assurer une modulation efficace de son niveau dans l'économie.

Pendant la crise financière internationale de 2008, plusieurs banques centrales, dont on trouve la Banque Centrale Européenne (BCE), la Banque Fédérale des Etats Unis (FED) et la Banque Centrale d'Angleterre (BOE), se sont inspirées de l'innovation monétaire de la BOJ, pour adopter une politique monétaire assouplie où le taux d'intérêt est maintenu à un faible niveau.

Ces mesures non conventionnelles peuvent être scindées sous forme de trois types :

- Des mesures qui agissent sur la liquidité bancaire et qui visent l'augmentation de la base monétaire, appelées **le Quantitative Easing (QE)** ou l'assouplissement quantitatif : Cette stratégie monétaire vise l'alimentation de l'économie en liquidité, afin de saturer la demande de monnaie de la banque centrale, cela se fait par le biais de l'achat des titres longs dépourvus de tout risque financier. En d'autres termes, on peut dire que le Quantitative Easing est une mesure monétaire tournée vers le passif, qui vise l'augmentation de la taille de la base monétaire au passif de la banque centrale par l'achat des titres non risqués, détenus par les institutions financières. Cette opération vise l'augmentation des comptes des banques au passif de la banque centrale. Concernant la liquidité supplémentaire issue de cette situation, elle permet d'accroître le volume des prêts octroyés par les banques, ce qui assure une relance progressive de l'activité économique.
- Des mesures qui agissent sur les conditions du crédit et s'occupent du changement de la composition du bilan de la banque centrale sans l'augmenter. On l'appelle **assouplissement qualitatif ou Crédit Easing (CE)** : ce type de mesures monétaires peut être considéré comme un cas particulier du Quantitative Easing, puisqu'il s'agit de la même mesure d'assouplissement monétaire, une mesure tournée vers l'actif (CE) et l'autre tournée vers le passif (QE). La différence est que le crédit easing vise le changement de la composition de l'actif de la banque centrale, plutôt que l'augmentation de la base monétaire. Ce changement de la composition de l'actif de la banque centrale peut prendre deux formes différentes, une modification de la maturité des actifs (taux courts et longs) ou une modification de la nature de ces actifs.  
En terme opérationnel, le crédit easing se fait par l'achat des titres longs (titres obligataires) ou les actions non stérilisées. Cette opération d'achat accroît le passif de la banque centrale et lui permet d'émettre plus de liquidité.  
L'avantage de cette approche monétaire est qu'elle offre à la banque centrale la possibilité de contrôler directement les injections de liquidité. Ce contrôle direct de la liquidité élimine le risque d'une mauvaise allocation du crédit, et permet d'orienter la liquidité supplémentaire vers les financements clés qui peuvent relancer l'activité économique tout en limitant le risque des bulles spéculatives.
- Le troisième type de mesures non conventionnelles se base sur la communication pour ancrer les anticipations des agents économiques privés. Ce type de stratégie s'appelle **« Forward Guidance »** : cette approche monétaire est définie par le Federal Reserve

(FED) comme une mesure monétaire qui « fournit aux ménages, entreprises et investisseurs des détails concernant le déroulement à venir de la politique monétaire.

Parmi les premiers promoteurs de cette stratégie de communication on trouve Eggertsson et Wood Ford (2003), qui pensent que l'annonce des niveaux futurs des taux d'intérêts, conditionnellement ou non à l'évolution des variables macroéconomiques, permet de dissiper l'incertitude qui repose sur la conduite de la politique monétaire future, et par la suite contribuer à l'ancrage des anticipations des agents privés qui favorisent la stabilité des taux d'intérêts. Généralement, cette stratégie monétaire est mise en avant en situation de trappe de la liquidité, où les taux nominaux sont proches de zéro, car dans ce cas, les banques centrales ne peuvent pas compter sur la baisse du taux d'intérêt pour stimuler l'économie.

La mise en place et l'efficacité de cette stratégie est sujet de controverse dans la littérature. Nous citons les travaux de Morris et Shin (2002) et Kool et al (2011), qui pensent que le surcroît de la transparence de la banque centrale peut amener les agents privés à se focaliser sur ses prédictions et sur le niveau futur du taux d'intérêt, et négliger les autres signaux de la politique monétaire. Cette situation peut nuire à la stabilité des autres dimensions économiques comme les marchés financiers. En plus l'efficacité de cette stratégie de communication dépend fortement de la technicité et la fiabilité du système de prédition, car une banque centrale, qui produit des informations basées sur l'évolution de la conjoncture monétaire, peut se retrouver face à une perte de sa crédibilité.

### **Mesures non conventionnelles : expériences internationales**

Bien que la genèse des mesures monétaires non conventionnelles soit Japonaise, et que ces innovations monétaires ont été lancées pour la première fois par la Banque du Japon (BOJ) entre 2001 et 2006, à cause de la crise bancaire du Japon de 1998, leur émergence n'a eu lieu qu'après la crise financière de 2008. Dès lors, les grandes banques centrales : La Réserve Fédérale des Etats Unis (FED), la Banque Centrale Européenne (BCE), la Banque d'Angleterre (BOE), la Banque du Japon (BOJ), ont poursuivi ce type de mesures monétaires tout en changeant leurs paradigmes d'action, puisque leurs outils traditionnels de la conduite de la politique monétaire, comme le taux d'intérêt, sont devenus inefficaces et même inopérants.

## **FED**

A la fin de l'année 2008, la FED s'est engagée dans une politique d'assouplissement quantitatif, manifesté par un programme très large de rachat d'actifs, plus ou moins risqués et non stérilisés. Cette opération a visé la modification de la composition de son bilan, afin de stimuler l'activité économique et rétablir la confiance des investisseurs dans plusieurs marchés. Entre 2008 et 2012, la FED a lancé trois opérations de rachat des actifs :

- La première opération était entre 2008 et 2010, dans cette période, la FED, a été en réaction à la crise financière. Elle a décidé d'acheter les créances toxiques, pour cela elle a consacré 700 milliards de dollars, dans le cadre du plan Paulson<sup>3</sup>, pour financer cette opération. Cela a permis à la FED de redresser aussi bien la valeur des actifs financiers que celles des biens immobiliers ;
- Une deuxième opération d'assouplissement quantitatif a eu lieu à la fin de l'année 2010, elle a visé l'autofinancement de la dette américaine par l'achat des bons du trésor. Cette action, a permis de soutenir la croissance et d'éviter l'augmentation des taux d'emprunts à long terme, ce qui a découragé les spéculateurs ;
- Une troisième opération a été lancée à partir de 2013, dans laquelle la FED a décidé d'acheter 85 milliards de dollars par mois, l'objectif était de peser sur les taux d'intérêts et de favoriser la reprise économique.

## **BCE**

La crise financière survenue aux Etats Unis a été rapidement propagée au sein de leurs différents partenaires économiques, dont l'Union Européenne. La propagation de cette crise financière en Europe a causé une chute drastique du niveau de la croissance, des indices boursiers et du niveau général des prix. Cette situation a menacé les institutions financières par la faillite, ainsi qu'elle a bloqué le crédit interbancaire, ce qui a provoqué un gel presque total sur le refinancement interbancaire.

En réponse à cette situation économique dégradée, la BCE a entamé ses réactions par un abaissement du taux directeur à des niveaux très bas<sup>4</sup> pour pouvoir distribuer la liquidité en quantité abondante, en contrepartie d'une large gamme de titres stérilisés, afin de rétablir la confiance interbancaire et la stabilité financière.

---

<sup>3</sup> C'est un ensemble de mesures, présenté pour la première fois le 18 septembre 2008, par le secrétaire du trésor Américain (Henry Paulson), dans le but d'enrayer la propagation de la crise financière internationale, après la faillite de la banque de lehman Brothers. Ce programme, prévoit le rachat, par l'Etat américain, des créances toxiques ( détenus par les banques

<sup>4</sup> Concernant l'abaissement du taux directeur, la BCE, a fait l'exception parmi plusieurs banques centrales, puisqu'elle maintient toujours son taux directeur dans un niveau faible, mais au-dessus de la barre de 1%.

Pour la BCE, l'application réelle des mesures non conventionnelles, n'a eu lieu qu'à partir de 2011, à travers son programme *Long Term Refinancing Operation* (LTRO). Ce programme a permis à la BCE de gonfler son passif par l'augmentation des réserves bancaires, afin d'assurer une liquidité abondante sur le marché monétaire. La BCE a aussi élargi la gamme d'actifs éligibles en collatéral, elle a effectué des prises en pension de titres pour des maturités allant d'une semaine à 3 mois, ainsi qu'elle s'est substituée au marché interbancaire en prêtant directement aux banques.

Toutes ces actions ont permis à la BCE d'éviter le risque qui pèse sur le système monétaire et financier, ainsi qu'elle a réussi à amortir les effets et les répercussions de la crise financière.

### **BOE : la banque d'Angleterre**

À partir de 2008, et en réaction à la crise financière internationale, la banque centrale d'Angleterre (BOE) s'est alignée avec le cadre opérationnel de la politique monétaire de la BCE en procédant aux injections de liquidités, à l'allongement de la maturité des opérations de refinancements des banques et à l'élargissement des collatéraux éligibles.

Dès 2009, la BOE, et dans un premier temps, a procédé à l'achat d'actifs de court terme en utilisant des dépôts du trésor, afin de rééquilibrer la base monétaire. Ensuite elle a acheté des titres publics longs (obligations), financés par création monétaire. Cette opération d'achat a été réalisée dans le cadre du programme d'achat « *Asset Purchase Facility* » lancé par la BOE en réponse aux répercussions de la crise financière. Ce programme a déterminé un plafond des opérations d'achat qui ne doit pas dépasser 75 milliards de livre sterling.

Ces opérations d'achat d'actifs ont permis à la BOE d'étendre son champ d'action à des titres risqués, non stérilisés et de maturités plus longues. Ces opérations ont aussi contribué à l'amélioration des conditions de financement des institutions financières.

### **BOJ : la banque centrale du Japon**

La banque centrale du Japon (BOJ) a été la première banque centrale, au niveau mondial, qui a choisi l'adoption des mesures monétaires non conventionnelles, pour répondre aux effets de la crise bancaire qu'a connu le Japon en 1998. La réaction de cette banque centrale face à cette crise bancaire, a pris plusieurs formes : des actions menées par des instruments conventionnels de la politique monétaire, et d'autres basées exclusivement sur des mesures non conventionnelles :

- Entre 1995 et 1998, la BOJ s'est basée, en premier lieu, sur le taux directeur pour mener sa politique monétaire. Ce taux a été abaissé rapidement jusqu'à la barre de 0,5%, afin de diminuer le cout d'accès à la liquidité, pour amortir les tensions financières générées par la faillite successive des institutions financières ;
- Dès 1999, la BOJ a fait appel aux mesures non conventionnelles en adoptant une politique d'ancrage des taux d'intérêts à long terme « Forward Guidance ». Cette politique a été manifestée par l'annonce de la conduite future du taux directeur. Dans ce sens, la BOJ s'est engagée à maintenir ce taux à des niveaux très faibles, jusqu'à la dissipation des risques déflationnistes.

Cette politique de communication novatrice a contribué d'une manière efficace à la reprise de l'activité économique au Japon, avant la survenue d'une nouvelle bulle récessionniste en 2001 ;

- A partir de 2001, et en réponse aux premiers signes de récessions, la BOJ s'est lancé d'une manière plus explicite dans une politique d'assouplissement quantitatif, en achetant directement aux banques, des bons du trésor. Cette opération a permis de diffuser une quantité importante de liquidité, ce qui a augmenté le volume des réserves bancaires dans son passif.

L'expérience du Japon en matière d'application des mesures non conventionnelles, peut être qualifiée d'exceptionnelle, innovante et unique dans le monde, car la BOJ a mené parallèlement deux mesures non conventionnelles : le « Forward Guidance » et le « Quantitatif Easing ». Ce choix monétaire a rendu complexe l'évaluation des effets induits.

Il est à noter aussi que le succès qu'a connu l'expérience japonaise en termes de mesures non conventionnelles, explique clairement les raisons pour lesquelles plusieurs banques centrales ont choisi de marier ces deux types de mesures non conventionnelles en réponse à la crise financière de 2008.

La présentation des expériences internationales en termes de politiques monétaires non conventionnelles, a permis de découvrir les mutations et le renouvellement qu'a connus la politique monétaire dans les périodes d'instabilité économique, et surtout lors de la crise financière de 2008. Cette crise financière a obligé plusieurs banques centrales à utiliser de nouveaux instruments de la politique monétaire, qui ont été déjà expérimentés par le Japon dans les années 2000.

Cette comparaison internationale, en termes d'application des mesures non conventionnelles, permet aussi de tester l'efficacité de ces mesures dans les périodes de crises. Cette efficacité est évaluée à partir des résultats escomptés au niveau de la stabilité monétaire et financière et au niveau de la relance de l'activité économique.

### **Mesures non conventionnelles : le cas du Maroc**

Le contexte économique mondial a été marqué en 2007 par d'importantes tensions au niveau des marchés financiers, générées par des turbulences sur les marchés des crédits structurés. Les répercussions de ces turbulences ont touché particulièrement le marché interbancaire de plusieurs pays développés. Cette situation a causé une contraction brutale de liquidité.

Les effets de ces turbulences financières ont été rapidement propagés à partir du 3<sup>ème</sup> trimestre de 2007, générant un ralentissement de l'activité économique au niveau mondiale et plus particulièrement au niveau des principaux partenaires économiques du Maroc.

L'année 2007 a été marquée aussi par le passage du Maroc d'une situation de surliquidité à un déficit persistant de liquidité. La BAM, et après la régulation de la liquidité au niveau du marché interbancaire dans un contexte d'abondance de liquidité depuis 2001, a procédé à des injections quasi-continu de liquidité, afin de répondre au déficit de la trésorerie bancaire. Ces injections ont été guidées par un objectif central : c'est le maintien du taux interbancaire à un niveau proche du taux directeur.

Depuis 2007 l'orientation de la BAM vers une politique monétaire assouplie est fortement accommodante était maintenue, mais à partir de 2011 d'autres mesures et instruments ont été ajoutés pour renforcer cette orientation, ce sont les mesures monétaires non conventionnelles.

En 2011, et dans le cadre des mesures non conventionnelles, la BAM a procédé à des opérations de pensions à terme plus long (supérieur à 7 jours) pour faire face à la situation persistante du déficit de la liquidité. Ce déficit est dû principalement à un effet restrictif des facteurs autonomes de liquidité, en particulier, la contraction des réserves de change liée à la détérioration des comptes extérieurs et au comportement des agents économiques non financiers en matière de retrait de la monnaie fiduciaire.

En 2012 et pour répondre à un contexte national marqué par un ralentissement important de l'activité, la BAM a procédé à l'élargissement du collatéral éligible aux opérations de politique monétaire et aux effets représentatifs des créances privées des Très Petites Entreprises (TPE) et des Petites et Moyennes Entreprises (PME). La BAM a procédé aussi à l'assouplissement des critères d'éligibilité des certificats de dépôts, à travers la suppression de la taille minimale d'émission (500 millions de dirhams) et du montant maximum mobilisé par émission (20% du montant total de chaque émission), ainsi qu'à travers la mise en œuvre de la première opération de « prêts garanties » par des effets privés, destinée aux TPE et PME.

En 2013 les injections de la banque centrale ont enregistré une augmentation de 7,4 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire à cause de la persistance du besoin en liquidité, qui s'est accru entre 2012 et 2013 en passant de 61,9 à 69,2 milliards de dirhams.

**Les injections de liquidité par Bank AL Maghrib pour l'année 2013 (En milliard de dirhams)**

<b>Les avances de 7 jours</b>	<b>Les opérations d'avances à 3 mois</b>		
	<b>Les pensions livrées</b>	<b>Les opérations de « prêts garantis »</b>	
	<b>50</b>	<b>14,5</b>	<b>4,7</b>
<b>69,2</b>			

**Source : tableau élaboré à partir des données de Bank AL Maghrib**

Enfin on peut dire que le Maroc, à l'instar de plusieurs pays qui ont été touché par la crise financière, a décidé de changer son cadre opérationnel et d'élargir son champ d'action en termes de conduite de sa politique monétaire. Le choix des mesures monétaires non conventionnelles a été justifié par plusieurs raisons :

- ✓ La situation défavorable du contexte économique national et international ;
- ✓ Le besoin persistant de liquidité ;
- ✓ La nécessité de la préservation des chocs financiers ;
- ✓ Le ralentissement important de l'activité économique.

Ces exigences économiques ont orienté la BAM vers un assouplissement monétaire, basé sur des instruments conventionnels comme le taux d'intérêt et les réserves monétaires, et d'autres non conventionnels comme les prêts garantis et les pensions livrées. Ces mesures non conventionnelles offrent des financements à plus long terme.

**Décisions de la politique monétaire depuis 2010**

<b>Taux directeur</b>	
<b>Date</b>	<b>Décision</b>
<b>27 Mars 2012</b>	Baisse de 3,25% à 3%
<b>23 Mars 2014</b>	Baisse de 3 % à 2,75%
<b>16 Décembre 2014</b>	Baisse de 2,75% à 2,5%
<b>Mars 2016</b>	Baisse de 2,5% à 2,25%
<b>Réserve monétaire</b>	
<b>1 Avril 2010</b>	Baisse de 8% à 6%
<b>26 Septembre 2012</b>	Baisse de 6% à 4%
<b>25 Mars 2014</b>	Baisse de 4% à 2%
<b>Juin 2016</b>	Augmentation de 2% à 5%

<b>Mesures non conventionnelles</b>	
<b>Date</b>	<b>Décision</b>
<b>13 Avril 2011</b>	Extension du collatéral éligible aux opérations de politique monétaire aux certificats de dépôts. Ajustement des périodes d'appel d'offres avec les périodes de la réserve monétaire. Suppression des comptes sur carnets de l'assiette de calcul de la réserve monétaire.
<b>20 Septembre 2011</b>	Introduction des opérations de prise de pension à terme plus long.
<b>27 Mars 2012</b>	Décision d'élargissement du collatéral éligible aux opérations de politique monétaire aux effets représentatifs des créances privées sur les PME.
<b>13 Décembre 2012</b>	Mise en œuvre de la première opération de prêts garantis par des effets privés destinés aux PME
	Assouplissement des critères d'éligibilité des certificats de dépôts.
<b>11 Décembre 2013</b>	Nouveau programme destiné à encourager davantage le financement bancaire des PME.
<b>19 Décembre 2013</b>	Suppression de la rémunération de la réserve monétaire.

<b>Juillet 2015</b>	Nouvelle règle de répartition des avances à 7 jours tenant compte de l'effort de chaque banque en matière d'octroi des crédits à l'économie réelle et du niveau de répercussion des mesures de baisse des taux d'intérêt initiées par BAM.
<b>Juin 2016</b>	Instauration d'une rémunération de la réserve pour les banques déployant plus d'efforts en matière d'octroi de crédit.

**Source :** tableau élaboré à partir des données de Bank AL Maghrib.

Ce mariage monétaire, qui a assemblé les mesures conventionnelles et d'autres non conventionnels, a doté la BAM d'une efficacité d'action et d'une force d'adaptation qui ont contribué à préserver l'économie marocaine des répercussions de la crise financière internationale et contribuer efficacement à sa relance.

Cette crise financière, et malgré ses dégâts économiques, a permis à plusieurs pays de tirer les leçons et de prendre conscience de l'ampleur des effets que peuvent avoir les chocs financiers sur l'économie réelle. Cette prise de conscience a obligé plusieurs banques centrales, dont la BAM fait partie, à renforcer la réglementation et la surveillance financière dans le cadre d'une approche macro prudentielle.