

# Chapitre 3

La politique monétaire :  
une orientation macroéconomique

Pr. KHATTAB A.

FSJEST — Filière Politiques Économiques — Semestre 6

# Plan du Chapitre 3

## **Section I**

La monnaie et ses fondements théoriques

## **Section II**

La théorie de l'offre de la monnaie

## **Section III**

Les instruments et les objectifs de la politique monétaire

## **Section IV**

Les effets macroéconomiques de la politique monétaire

## Objectif pédagogique

Comprendre le rôle central de la monnaie, les mécanismes de sa création et les canaux par lesquels la politique monétaire de Bank Al-Maghrib influence l'activité économique marocaine.

# Section I

## La monnaie et ses fondements théoriques

---

Définition · Formes · Institution · Rôle macroéconomique

- 1 Définition économique de la monnaie
- 2 Les formes de la monnaie
- 3 La monnaie comme institution
- 4 Rôle macroéconomique de la monnaie
  - *Application chiffrée — Agrégats monétaires au Maroc*

## 1.1 — Définition économique de la monnaie

### Fonction 1 — Intermédiaire des échanges

La monnaie supprime la double coïncidence des besoins inhérente au troc. Elle rend possible des transactions complexes entre agents qui n'ont pas nécessairement de besoins mutuels immédiats, fluidifiant ainsi l'ensemble de l'activité économique.

### Fonction 2 — Unité de compte

La monnaie fournit un étalon commun permettant de mesurer et de comparer la valeur de tous les biens et services. Cette fonction est indispensable à la formation des prix, à la comptabilité des agents et à la prise de décision économique.

## 1.1 — La monnaie comme réserve de valeur

### Fonction 3 — Réserve de valeur

La monnaie permet aux agents de différer leurs achats dans le temps en conservant un pouvoir d'achat entre deux transactions. Cette fonction est fragilisée par l'inflation : si le niveau général des prix augmente de 5 %, le pouvoir d'achat de l'épargne en dirhams se déprécie d'autant.

### Exemple au Maroc

Un ménage marocain qui conserve 50 000 DH en espèces voit la valeur réelle de cette épargne diminuer chaque année en présence d'inflation. En 2022, avec une inflation de 6,6 %, son pouvoir d'achat réel a reculé de près de 3 300 DH en une seule année.

## 1.2 — Les formes de la monnaie au Maroc

<b>Forme</b>		<b>Définition</b>	<b>Exemple au Maroc</b>
<b>Monnaie fiduciaire</b>	<b>fidu-</b>	Billets et pièces émis par BAM	Billet de 200 DH
<b>Monnaie scripturale</b>	<b>scriptu-</b>	Dépôts à vue mobilisés par chèque ou virement	Compte courant Attijariwafa
<b>Monnaie centrale</b>		Réserves des banques auprès de BAM	Comptes de réserves à BAM
<b>Monnaie bancaire</b>	<b>ban-</b>	Créée par les banques via le crédit	Crédit immobilier BCP

## 1.3 — La monnaie comme institution

### Confiance et acceptation collective

La monnaie n'est pas un simple instrument technique neutre. Sa valeur repose entièrement sur la confiance collective des agents dans son pouvoir libérateur. Si cette confiance disparaît — comme lors des épisodes d'hyperinflation — la monnaie cesse de remplir ses fonctions.

### Le rôle de Bank Al-Maghrib

Au Maroc, Bank Al-Maghrib est l'institution chargée d'émettre la monnaie fiduciaire et de garantir la stabilité du système monétaire. Elle agit dans un cadre légal défini par la loi 76-03 portant statut de Bank Al-Maghrib, qui lui confère son indépendance institutionnelle.

## 1.4 — Monnaie, prix et activité économique

### Monnaie et niveau général des prix

Une augmentation de la quantité de monnaie en circulation, non accompagnée d'une hausse équivalente de la production réelle, engendre des pressions inflationnistes. Ce constat constitue le fondement de la relation monnaie-prix chez les classiques et les monétaristes.

### Monnaie et activité économique

À court terme, les variations de la masse monétaire peuvent influencer la demande globale, l'investissement et l'emploi. À long terme, selon les monétaristes, la monnaie est neutre : elle n'affecte durablement que les prix, et non les variables réelles de l'économie.

## 1.4 — Monnaie et stabilité macroéconomique

### Rôle stabilisateur de la politique monétaire

La stabilité du niveau général des prix est une condition préalable à une croissance économique soutenue et équilibrée. Une inflation élevée et volatile perturbe la planification des ménages et des entreprises, réduit l'investissement et entrave la compétitivité.

### L'objectif de Bank Al-Maghrib

L'objectif principal de Bank Al-Maghrib est le maintien de la stabilité des prix. Sa cible implicite d'inflation se situe autour de 2 % par an. En 2022, face à une inflation à 6,6 %, BAM a engagé un cycle de resserrement monétaire significatif en relevant son taux directeur de 1,5 % à 3 %.

## Agrégats monétaires au Maroc — BAM, 2023 (données illustratives)

Agrégat	Montant (Mds DH)	Composition principale
<b>M1</b>	1 050	Billets + pièces + dépôts à vue
<b>M2</b>	1 380	M1 + dépôts à terme $\leq$ 2 ans
<b>M3</b>	1 620	M2 + OPCVM monétaires + autres

PIB nominal du Maroc en 2023 : 1 350 Mds DH

## À partir des données BAM (2023)

- 1 Calculez la part de M1 dans la masse monétaire globale M3. Interprétez.
- 2 Calculez le montant des instruments quasi-monnaies (M3 – M1). Que représentent-ils ?
- 3 Si BAM enregistre une croissance annuelle de M3 de 7 % en 2024, quel sera le montant de M3 à fin 2024 ?
- 4 Calculez la vitesse de circulation de la monnaie  $V = \frac{\text{PIB}}{M3}$ . Interprétez ce ratio.

## Corrections

- 1 Part de M1 :  $\frac{1\,050}{1\,620} \approx 64,8\%$ . La monnaie la plus liquide représente près des deux tiers de la masse monétaire totale, reflétant une forte préférence des agents pour des actifs immédiatement disponibles.
- 2  $M3 - M1 = 1\,620 - 1\,050 = 570$  Mds DH. Ces instruments quasi-monétaires (dépôts à terme, OPCVM) sont moins liquides mais rémunérés.
- 3  $M3_{2024} = 1\,620 \times 1,07 = 1\,733,4$  Mds DH.

## Calcul

$$V = \frac{\text{PIB}}{M3} = \frac{1\,350}{1\,620} \approx 0,83$$

## Interprétation approfondie

$V < 1$  signifie que chaque dirham en circulation ne finance que 0,83 DH de richesse produite par an. La monnaie **tourne moins d'une fois** dans l'année — une partie importante est **thésaurisée** ou immobilisée dans des placements peu actifs. Ce résultat révèle une forte **préférence pour la liquidité** des agents marocains. Si l'on avait utilisé M1, on obtiendrait  $V_{M1} = \frac{1\,350}{1\,050} \approx 1,29$ , soit une image plus dynamique mais moins représentative de l'ensemble des liquidités de l'économie. M3 est préféré car il capture la totalité des actifs susceptibles d'être mobilisés.

## Section II

La théorie de l'offre de la monnaie  
Monnaie endogène et monnaie exogène

---

Masse monétaire · Monétarisme · Création par le crédit

- 1 La notion d'offre de monnaie et les agrégats
- 2 La théorie de la monnaie exogène
- 3 La théorie de la monnaie endogène
- 4 Comparaison et implications pour la politique monétaire
  - *Application chiffrée — Le multiplicateur de crédit au Maroc*

## 2.1 — La notion d'offre de monnaie

### Définition de la masse monétaire

La masse monétaire désigne l'ensemble des moyens de paiement et des actifs liquides détenus par les agents non financiers résidents. Elle est mesurée à travers des agrégats classés par liquidité décroissante : M1, M2, M3.

### Qui crée la monnaie ?

Deux institutions sont à l'origine de la création monétaire : **(1)** Bank Al-Maghrib, qui émet la monnaie centrale (billets et réserves bancaires); **(2)** les banques commerciales marocaines (Attijariwafa, BCP, BMCE. . .), qui créent de la monnaie scripturale lors de chaque octroi de crédit.

## 2.1 — Les deux types de monnaie : distinction fondamentale

### Monnaie scripturale vs monnaie centrale

Il existe deux niveaux de monnaie dans l'économie, que l'on ne doit pas confondre.

Critère	Monnaie scripturale	Monnaie centrale
Qui la crée ?	Banques commerciales	BAM uniquement
Forme	Écriture sur un compte	Billets + réserves à BAM
Les banques peuvent-elles en créer ?	Oui, librement	Non, impossible
Utilisée pour	Transactions courantes	Retraits, virements interbancaires

## 2.1 — Les agrégats monétaires au Maroc

<b>Agrégat</b>	<b>Contenu</b>	<b>Liquidité</b>
<b>M1</b>	Billets + pièces + dépôts à vue	Très élevée
<b>M2</b>	M1 + dépôts à terme $\leq$ 2 ans + comptes d'épargne	Élevée
<b>M3</b>	M2 + OPCVM monétaires + titres de créances négociables	Modérée

## 2.2 — La théorie de la monnaie exogène

### Principe fondamental

Dans l'approche exogène, la banque centrale contrôle directement et souverainement la quantité de monnaie en circulation. L'offre de monnaie est indépendante de la demande des agents économiques : c'est l'autorité monétaire qui en fixe le volume.

### La vision monétariste — Milton Friedman

Pour Friedman, la masse monétaire est le principal déterminant de l'inflation à long terme. Sa règle monétariste préconise une croissance stable et prévisible de la masse monétaire, proportionnelle à la croissance réelle potentielle de l'économie — indépendamment des cycles conjoncturels.

## 2.2 — L'équation quantitative de la monnaie (Fisher, 1911)

### L'équation de Fisher

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

- $M$  : masse monétaire en circulation
- $V$  : vitesse de circulation de la monnaie
- $P$  : niveau général des prix
- $T$  : volume des transactions (approximé par le PIB réel)

### Implication pour la politique monétaire

Si  $V$  et  $T$  sont supposés stables, toute augmentation de  $M$  se traduit par une hausse proportionnelle de  $P$ . C'est la base théorique de la neutralité à long terme de la monnaie et de l'argument en faveur du contrôle strict de la masse monétaire.

## 2.3 — La théorie de la monnaie endogène

### La monnaie créée par le crédit

Dans l'approche post-keynésienne, la monnaie est endogène : elle est créée par les banques commerciales en réponse à la demande de crédit des agents. Le principe fondateur est : *les crédits font les dépôts (loans make deposits)*, et non l'inverse.

### L'idée reçue — et pourquoi elle est fausse

On imagine souvent que les ménages déposent d'abord de l'argent, puis que la banque prête cet argent à d'autres. Cette vision est erronée. Dans la réalité, c'est l'octroi du crédit qui **crée** le dépôt simultanément. Aucun dépôt préalable n'est nécessaire.

## 2.3 — La création ex nihilo : le bilan d'Attijariwafa

Ce qui se passe réellement lors d'un crédit de 500 000 DH

Attijariwafa ne puise pas dans les dépôts existants. Elle effectue une simple écriture comptable simultanée dans ses livres :

<b>ACTIF</b> (ce que la banque possède)	<b>PASSIF</b> (ce que la banque doit)
+ 500 000 DH	+ 500 000 DH
<i>Créance sur le client</i>	<i>Dépôt au nom du client</i>

*Ex nihilo* : à partir de rien

Ces 500 000 DH n'existaient pas avant. Ils apparaissent à l'instant même de l'écriture comptable. Le client voit son compte crédité — la monnaie vient d'être créée sans billet imprimé ni dépôt préalable.

## 2.3 — Création et destruction de la monnaie

### La symétrie fondamentale

Si l'octroi de crédit **crée** de la monnaie, le remboursement la **détruit**. L'écriture comptable est annulée au fur et à mesure des remboursements.

Crédit accordé  $\Rightarrow$  Création de monnaie

Crédit remboursé  $\Rightarrow$  Destruction de monnaie

### Conséquence macroéconomique

La masse monétaire totale dans l'économie dépend donc du **stock net de crédits en cours**. En période d'expansion, les nouveaux crédits dépassent les remboursements : la masse monétaire augmente. En période de contraction, les remboursements dépassent les nouveaux crédits : la masse monétaire se contracte, aggravant la récession.

## 2.3 — Le mécanisme du multiplicateur de crédit

### Formule du multiplicateur monétaire

Le multiplicateur  $m$  exprime la capacité du système bancaire à créer de la monnaie à partir d'une unité de monnaie centrale (base monétaire  $H$ ) :

$$m = \frac{1}{r + b} \quad \text{et} \quad M = m \times H$$

où  $r$  = taux de réserves obligatoires,  $b$  = taux de fuite en billets.

### Illustration numérique

Si  $r = 4\%$  et  $b = 6\%$ , alors  $m = \frac{1}{0,10} = 10$ . Un dirham de monnaie centrale peut générer jusqu'à 10 DH de masse monétaire dans l'économie via le mécanisme de re-dépôt bancaire.

## 2.3 — Grand M et petit H : la décomposition

### Deux niveaux distincts

$H$  est la **base monétaire** : ce que BAM injecte directement dans l'économie (billets + réserves bancaires).  $M$  est la **masse monétaire totale** : tout ce que l'économie fait circuler après démultiplication par les banques.

$$M = \underbrace{H}_{\text{créé par BAM}} + \underbrace{(M - H)}_{\text{créé par les banques commerciales}}$$

### Application numérique — $m = 10$ , $H = 80$ Mds DH

$M = 10 \times 80 = 800$  Mds DH. Décomposition :

- BAM a créé : 80 Mds DH (base monétaire  $H$ )
- Les banques ont créé :  $800 - 80 = 720$  Mds DH

Les banques commerciales ont créé **9 fois plus** de monnaie que BAM elle-même.  $H$  est la graine.  $M$  est la forêt entière.

## 2.4 — Monnaie exogène vs monnaie endogène

<b>Critère</b>	<b>Monnaie exogène</b>	<b>Monnaie endogène</b>
Qui contrôle ?	Banque centrale	Banques commerciales
Déterminant	Décision de BAM	Demande de crédit
Instrument	Quantité de monnaie	Taux d'intérêt
Courant	Monétarisme	Post-keynésianisme
Neutralité	Oui (long terme)	Non

## 2.4 — La neutralité de la monnaie : un grand débat

### Monétarisme — Neutre à long terme

À court terme, une hausse de  $M$  crée une illusion monétaire et stimule l'activité. Mais les anticipations s'ajustent, les salaires et les prix montent, et l'économie réelle revient à son niveau naturel. Seuls les prix augmentent durablement. La monnaie est un **voile** — elle masque temporairement la réalité sans la transformer.

### Post-keynésianisme — Jamais neutre

La monnaie finance l'investissement réel (usines, emplois, innovation). Sans crédit, ces projets n'existent pas. La création monétaire a donc un **effet réel permanent**. De plus, en période d'incertitude, la préférence pour la liquidité réduit réellement la demande et amplifie les récessions — la monnaie n'est pas neutre, elle est un moteur de l'activité.

## Systeme bancaire marocain — Paramètres (scénario hypothétique)

Paramètre	Valeur
Base monétaire émise par BAM ( $H$ )	80 Mds DH
Taux de réserves obligatoires ( $r$ )	4 %
Taux de fuite en billets ( $b$ )	6 %
Augmentation de la base monétaire envisagée	+10 Mds DH
Nouveau taux de réserves obligatoires (scénario 2)	6 %

## Questions

- 1 Calculez le multiplicateur monétaire  $m = \frac{1}{r + b}$ . Interprétez économiquement.
- 2 Calculez la masse monétaire potentielle  $M = m \times H$ . Décomposez entre part de BAM et part des banques commerciales.
- 3 Si BAM augmente la base monétaire de 10 Mds DH, quel sera l'impact sur la masse monétaire totale ?
- 4 Si le taux de réserves obligatoires passe de 4 % à 6 % (scénario 2), recalculez  $m$  et la nouvelle masse monétaire. Quel est l'impact sur le crédit bancaire ?

## Corrections

- ①  $m = \frac{1}{0,04 + 0,06} = 10$ . Chaque dirham de base monétaire peut engendrer jusqu'à 10 DH de masse monétaire.
- ②  $M = 10 \times 80 = 800$  Mds DH. Décomposition : BAM  $\rightarrow$  80 Mds DH / Banques commerciales  $\rightarrow$  720 Mds DH.
- ③  $\Delta M = 10 \times 10 = +100$  Mds DH. La politique expansionniste de BAM augmente la masse monétaire de 100 Mds DH.
- ④ Scénario 2 :  $m' = \frac{1}{0,06 + 0,06} \approx 8,33$ .  $M' \approx 667$  Mds DH. Contraction de  $\approx 133$  Mds DH — les banques peuvent moins prêter.

## Section III

Les instruments et les objectifs  
de la politique monétaire

---

Stabilité des prix · Taux directeurs · Instruments non conventionnels

- ① Les objectifs de la politique monétaire
- ② Les instruments conventionnels
- ③ Les instruments non conventionnels
- ④ Rôle, indépendance et crédibilité de la banque centrale
  - *Application chiffrée — Impact du taux directeur de BAM sur le crédit*

## 3.1 — L'objectif principal : stabilité des prix

### Définition

La stabilité des prix consiste à maintenir un taux d'inflation faible, stable et prévisible sur le moyen terme. Elle constitue l'objectif prioritaire de la quasi-totalité des banques centrales modernes, car une inflation élevée érode le pouvoir d'achat et perturbe les décisions d'épargne et d'investissement.

### Au Maroc — Cycle de resserrement de BAM (2022–2023)

Face à une inflation à 6,6 % en 2022, son niveau le plus élevé en trois décennies, Bank Al-Maghrib a relevé son taux directeur de 1,50 % à 3,00 % entre septembre 2022 et mars 2023, traduisant un resserrement monétaire significatif pour contenir les pressions sur les prix.

## 3.1 — Les objectifs secondaires de la politique monétaire

### Soutien à la croissance et à l'emploi

Lorsque la stabilité des prix est assurée, la banque centrale peut poursuivre des objectifs secondaires : soutien à la croissance du PIB et réduction du chômage. Une politique monétaire accommodante (baisse des taux) stimule la demande de crédit et l'investissement.

### Stabilité financière — Objectif post-crise 2008

Depuis la crise financière mondiale de 2008, la stabilité du système financier est devenue un objectif explicite pour de nombreuses banques centrales. Au Maroc, BAM y contribue à travers ses missions de supervision bancaire et son rôle de prêteur en dernier ressort.

## 3.2 — Les taux directeurs

### Définition

Le taux directeur est le taux auquel la banque centrale prête des liquidités à court terme aux banques commerciales. C'est le principal instrument de la politique monétaire conventionnelle. En le modifiant, BAM influence le coût du refinancement de l'ensemble du système bancaire.

### Schéma de transmission par le taux directeur

BAM ↓ taux directeur  $\Rightarrow$  ↓ coût de refinancement des banques  $\Rightarrow$  ↓ taux débiteurs proposés aux ménages et entreprises  $\Rightarrow$  ↑ demande de crédit  $\Rightarrow$  ↑ consommation + investissement  $\Rightarrow$  ↑ demande globale.

## 3.2 — Open market et réserves obligatoires

### Opérations d'open market

BAM achète ou vend des titres (bons du Trésor) sur le marché interbancaire pour injecter ou retirer des liquidités. L'achat de titres injecte de la monnaie centrale dans le système; la vente la retire. Ces opérations régulent directement la liquidité bancaire.

### Réserves obligatoires

Les banques sont tenues de déposer auprès de BAM une fraction de leurs dépôts. Une hausse de ce taux immobilise des ressources bancaires et réduit la capacité des banques à créer du crédit — et donc à créer de la monnaie. C'est le frein mécanique à la création monétaire infinie.

## 3.2 — Le profit des banques : taux débiteur et taux créditeur

D'où vient le profit si l'argent est créé "à partir de rien" ?

La banque crée la monnaie mais prend un risque réel (défaut de l'emprunteur) et fournit un service réel (évaluation de la solvabilité). Son profit provient de la **marge d'intérêt nette** :

$$\text{Marge} = \text{Taux débiteur} - \text{Taux créditeur}$$

Taux	Définition	Exemple
Taux débiteur	Taux auquel la banque prête aux clients	5,5 %
Taux créditeur	Taux versé aux épargnants	2,0 %
<b>Marge nette</b>	Profit brut de la banque	<b>3,5 %</b>

## 3.2 — Pourquoi attirer des dépôts malgré la création ex nihilo ?

### Les dépôts restent indispensables pour trois raisons

Même si la banque crée la monnaie scripturale librement, elle a besoin de monnaie centrale — qu'elle ne peut pas créer — pour faire face à trois types de fuites :

<b>Raison</b>	<b>Explication</b>
Réserves obligatoires	BAM exige une fraction des dépôts immobilisée
Retraits en billets	Les clients retirent du cash — la banque doit l'avoir
Virements interbancaires	Un virement vers une autre banque fait perdre de la monnaie centrale à Attijariwafa

## 3.2 — Synthèse des instruments conventionnels

<b>Instrument</b>	<b>Mécanisme d'action</b>	<b>Effet principal</b>
Taux directeur	Coût de refinancement des banques	Taux débiteurs
Open market	Achat / vente de titres publics	Liquidité bancaire
Réserves obligatoires	Fraction des dépôts immobilisée	Volume de crédit

## 3.3 — Les instruments non conventionnels

### Assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*)

Lorsque les taux directeurs atteignent leur plancher zéro (*zero lower bound*), la banque centrale peut acheter massivement des actifs financiers (obligations d'État, actifs privés) pour injecter directement des liquidités dans l'économie, sans passer par le canal des taux.

### Politique de taux bas ou négatifs

Certaines banques centrales (BCE, Banque du Japon) ont maintenu des taux d'intérêt nominaux négatifs pour décourager la thésaurisation et inciter les banques à prêter. Cette politique reste expérimentale et soulève des questions sur ses effets à long terme sur la stabilité financière.

### 3.3 — La communication prospective (*Forward Guidance*)

#### Définition

La *forward guidance* consiste pour la banque centrale à annoncer publiquement ses intentions futures concernant l'orientation de la politique monétaire. En ancrant les anticipations des agents, elle agit sur les comportements présents sans nécessairement modifier les taux immédiatement.

#### Efficacité du mécanisme

Une banque centrale crédible qui annonce que ses taux resteront bas pendant 18 mois incite les entreprises à financer leurs projets aujourd'hui. L'effet sur l'investissement est réel avant même tout changement de taux — c'est la puissance des anticipations comme outil de politique économique.

## 3.4 — Indépendance de la banque centrale

### Pourquoi l'indépendance est-elle nécessaire ?

Une banque centrale soumise aux pressions politiques serait incitée à financer les déficits budgétaires par la création monétaire, générant de l'inflation. L'indépendance institutionnelle est la garantie de la cohérence temporelle de la politique monétaire et de sa crédibilité auprès des marchés.

### BAM — Cadre juridique d'indépendance

La loi 76-03 portant statut de Bank Al-Maghrib lui confère l'indépendance dans la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire. Le Gouverneur de BAM est nommé par dahir pour un mandat de 6 ans. BAM ne peut pas financer directement le Trésor public.

## 3.4 — Crédibilité et communication de BAM

### La crédibilité comme capital de la banque centrale

Une banque centrale crédible voit ses annonces immédiatement intégrées dans les anticipations des agents. Elle peut ainsi orienter l'économie avec moins d'interventions effectives. La crédibilité se construit sur un historique de cohérence entre les annonces et les actes.

### Communication de Bank Al-Maghrib

BAM publie régulièrement ses rapports sur la politique monétaire, ses prévisions d'inflation et de croissance, et les décisions de son Conseil. Cette transparence, renforcée depuis les années 2000, est devenue un instrument de politique monétaire à part entière — réduisant l'incertitude des agents.

## Décision du Conseil de BAM — Scénario hypothétique

Paramètre	Valeur
Taux directeur de BAM (initial)	3,00 %
Décision du Conseil de BAM	Hausse de +0,50 pt
Nouveau taux directeur	3,50 %
Crédit sollicité par une PME marocaine	2 000 000 DH
Durée du crédit	5 ans
Marge bancaire appliquée	+2,00 pts

### Questions

- 1 Calculez le taux débiteur appliqué à la PME avant et après la décision de BAM. (Taux débiteur = taux directeur + marge bancaire)
- 2 Calculez le coût total du crédit en intérêts simples avant et après la décision, sur 5 ans.
- 3 Quelle est la hausse du coût en dirhams pour cette PME due à la seule décision de BAM ?
- 4 Quel effet attendez-vous sur la demande de crédit des PME marocaines ? Justifiez en mobilisant le canal du taux d'intérêt.

## Corrections

- 1 Taux débiteur initial :  $3,00 + 2,00 = 5,00\%$ . Nouveau taux :  $3,50 + 2,00 = 5,50\%$ .
- 2 Coût initial :  $2\,000\,000 \times 5\% \times 5 = 500\,000$  DH. Nouveau coût :  $2\,000\,000 \times 5,5\% \times 5 = 550\,000$  DH.
- 3 Hausse du coût :  $550\,000 - 500\,000 = 50\,000$  DH sur 5 ans, soit 10 000 DH de charge supplémentaire par an.
- 4 La hausse du taux directeur augmente le coût du crédit, réduisant la rentabilité des projets. Les PME dont le taux de rentabilité est inférieur à 5,5% renoncent à emprunter  $\Rightarrow$  contraction de la demande de crédit  $\Rightarrow$  ralentissement de l'activité.

## **Section IV**

Les effets macroéconomiques  
de la politique monétaire

---

Canaux de transmission · Inflation · Croissance · Limites

- 1 Les canaux de transmission de la politique monétaire
- 2 Effets sur les variables macroéconomiques clés
- 3 Limites et délais de la politique monétaire
- 4 Politique monétaire et stabilité macroéconomique
  - *Application chiffrée — Canaux de transmission et effets sur l'économie marocaine*

## 4.1 — Le canal du taux d'intérêt

### Mécanisme classique — Le plus étudié

Une modification du taux directeur se transmet aux taux d'intérêt du marché, qui influencent les décisions de consommation des ménages (crédit à la consommation) et d'investissement des entreprises (crédit d'équipement). C'est le canal principal de la politique monétaire dans les modèles standard.

### Limites au Maroc

L'efficacité de ce canal dépend de la réactivité des banques commerciales à répercuter les variations du taux directeur. Au Maroc, les rigidités des taux débiteurs — liées aux marges bancaires et aux conditions de la concurrence — peuvent atténuer la transmission.

## 4.1 — Le canal du crédit

### Le rôle central du système bancaire

Au-delà du prix du crédit, la politique monétaire agit sur le volume de crédit disponible. En modifiant les conditions de refinancement des banques, BAM influence leur capacité et leur volonté d'accorder des prêts — notamment aux ménages et aux PME.

### Importance au Maroc

Dans une économie à dominante bancaire comme le Maroc, le canal du crédit est particulièrement actif. Les PME marocaines dépendent à plus de 80 % du financement bancaire pour leurs investissements. Toute restriction de l'offre de crédit se répercute directement sur leur activité et sur l'emploi.

## 4.1 — Le canal des anticipations

### Les anticipations comme levier de politique

La banque centrale peut orienter les comportements des agents sans modifier les taux. Ses annonces sur l'évolution future des taux d'intérêt et de l'inflation influencent les décisions d'aujourd'hui : consommation, investissement, négociations salariales.

### Exemple — Politique de BAM

Lorsque BAM signale qu'elle maintiendra des taux accommodants pendant une période prolongée, les entreprises marocaines anticipent un coût du crédit stable et sont davantage enclines à lancer leurs projets d'investissement. L'effet réel précède le changement de taux effectif.

## 4.1 — Le canal des prix des actifs

### Mécanisme

Une baisse des taux directeurs rend les placements obligataires moins attractifs relativement aux actions, entraînant une hausse des cours boursiers et des prix immobiliers. Cette revalorisation des actifs génère un effet de richesse positif sur les ménages détenteurs de ces actifs.

### Effet de richesse sur la BVC

Une hausse des cours à la Bourse des Valeurs de Casablanca augmente la valeur du patrimoine des ménages investisseurs. Se sentant plus riches, ils tendent à consommer davantage, stimulant la demande globale. Ce canal renforce l'interdépendance entre sphère financière et sphère réelle.

## 4.1 — Synthèse des canaux de transmission

<b>Canal</b>	<b>Mécanisme</b>	<b>Variable cible</b>
Taux d'intérêt	Coût du crédit bancaire	Investissement
Crédit	Volume de prêts accordés	Activité économique
Anticipations	Croyances futures des agents	Demande globale
Prix des actifs	Effet de richesse patrimonial	Consommation

## 4.2 — Effets sur l'inflation et la croissance

### Politique restrictive et inflation

Une hausse du taux directeur réduit la demande de crédit, contracte la masse monétaire et freine les pressions inflationnistes. Les estimations économétriques indiquent généralement un délai de 12 à 24 mois entre la décision et son plein effet sur les prix.

### Politique accommodante et croissance

Une baisse du taux directeur stimule le crédit et l'investissement, soutenant la croissance à court terme. Cependant, à long terme, les effets réels dépendent de la capacité productive de l'économie et non de la quantité de monnaie en circulation — conformément à la thèse monétariste de la neutralité.

## 4.2 — Effets sur l'investissement et l'emploi

### Investissement et taux d'intérêt réel

L'investissement est sensible au taux d'intérêt réel. Une baisse du taux directeur réduit le coût du capital et augmente la valeur actualisée nette des projets, incitant les entreprises à investir. L'effet est d'autant plus fort que les projets sont à longue maturité.

### Emploi et courbe de Phillips

L'augmentation de l'investissement et de la production génère des créations d'emplois. Toutefois, la relation entre politique monétaire et emploi est complexe : la courbe de Phillips augmentée des anticipations (Friedman) montre que l'arbitrage inflation-chômage disparaît à long terme lorsque les agents révisent leurs anticipations.

## 4.3 — Les délais de transmission

### Délais internes et délais externes

Les **délais internes** correspondent au temps nécessaire pour qu'une décision de politique monétaire soit prise et mise en œuvre par BAM. Les **délais externes** désignent le temps requis pour que cette décision produise ses effets dans l'économie réelle — sur les prix, l'investissement et l'emploi.

### Implication pratique

Les banques centrales doivent décider aujourd'hui en fonction de l'état futur de l'économie. Une réaction trop tardive à un choc inflationniste peut amplifier les déséquilibres au lieu de les corriger. C'est pourquoi BAM fonde ses décisions sur des projections macroéconomiques à 8 trimestres.

## 4.3 — Incertitude et limites de la politique monétaire

### Incertitude des effets

Les effets de la politique monétaire sont incertains et dépendent du comportement des banques, des anticipations des agents, de la conjoncture internationale et du niveau de confiance. Ces variables sont difficiles à modéliser et à anticiper, rendant la politique monétaire imparfaitement précise.

### La trappe à liquidité — Keynes

Dans certains contextes de pessimisme généralisé, une baisse des taux reste sans effet : les agents préfèrent thésauriser plutôt qu'investir ou consommer. La politique monétaire devient alors inefficace. Cette situation, observée au Japon depuis les années 1990 et en Europe après 2008, illustre les limites absolues de l'instrument monétaire.

## 4.4 — Politique monétaire et stabilité financière

### Risque d'instabilité financière

Des taux d'intérêt trop bas, maintenus sur une longue période, peuvent alimenter des bulles spéculatives sur les actifs financiers et immobiliers. La politique monétaire doit donc concilier soutien à l'activité et prévention des déséquilibres financiers — objectifs qui peuvent entrer en tension.

### La surveillance macroprudentielle au Maroc

BAM coordonne la surveillance des risques systémiques au sein du Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS), associant BAM, le Ministère des Finances et l'AMMC. Cette architecture institutionnelle vise à prévenir l'accumulation de déséquilibres financiers.

## 4.4 — Coordination avec les autres politiques économiques

### Complémentarité politique monétaire – politique budgétaire

La politique monétaire seule ne suffit pas à stabiliser l'économie. La coordination avec la politique budgétaire (dépenses publiques, fiscalité) est essentielle, notamment en période de crise où les instruments monétaires atteignent leurs limites (trappe à liquidité, plancher zéro).

### Transition vers le Chapitre 4

Cette interaction entre politique monétaire et politique financière ouvre la voie à l'étude du Chapitre 4, consacré à la politique financière, à la régulation prudentielle et au rôle des marchés financiers dans le financement de l'économie marocaine.

**Données macroéconomiques du Maroc — Scénario hypothétique**

Indicateur	Avant	Après politique accommodante
Taux directeur BAM	3,50 %	3,00 %
PIB nominal (Mds DH)	1 400	?
Taux d'investissement / PIB	28 %	30 %
Taux d'inflation annuel	4,5 %	3,8 %
Taux de chômage	12,5 %	11,8 %

## Questions

- 1 Calculez le montant de l'investissement en milliards de DH avant et après la politique monétaire accommodante. Quelle est la variation absolue ?
- 2 La baisse du taux directeur a généré une croissance du PIB de 2%. Calculez le nouveau PIB en milliards de DH.
- 3 Quel(s) canal(aux) de transmission est (sont) principalement actif(s) dans ce scénario ? Justifiez.
- 4 La politique monétaire a-t-elle pleinement atteint ses objectifs ? Identifiez au moins deux limites à partir des données.

## Corrections

- 1 Investissement initial :  $1\,400 \times 28\% = 392$  Mds DH. Après :  $1\,400 \times 30\% = 420$  Mds DH.  
Variation : +28 Mds DH, soit +7,1 %.
- 2 Nouveau PIB :  $1\,400 \times 1,02 = 1\,428$  Mds DH.
- 3 Le **canal du taux d'intérêt** est le principal actif (baisse du coût du crédit → hausse de l'investissement). Le **canal des anticipations** peut également jouer si l'annonce de BAM a influencé les décisions ex ante.
- 4 Limites : (1) l'inflation reste à 3,8 %, au-dessus de la cible de 2 % — objectif de stabilité non atteint ; (2) le chômage n'a reculé que de 0,7 pt, reflétant les rigidités structurelles du marché du travail marocain et les délais de transmission.

## Les quatre grandes leçons du chapitre

- 1 La monnaie est une institution reposant sur la confiance : ses trois fonctions (échange, compte, réserve) structurent toute l'activité économique.
- 2 La création monétaire est aujourd'hui principalement endogène : les banques créent la monnaie ex nihilo via le crédit, en réponse à la demande des agents — et la détruisent lors des remboursements.
- 3 La politique monétaire agit par des canaux multiples (taux, crédit, anticipations, prix des actifs) dont l'efficacité varie selon le contexte macroéconomique et la crédibilité de BAM.
- 4 Les effets de la politique monétaire sont incertains, différés et conditionnés par la coordination avec les autres politiques économiques — elle n'est ni omnipotente ni neutre à court terme.