

## QUELS ARGUMENTS POUR L'ADOPTION D'UN MANDAT DUAL DE POLITIQUE MONÉTAIRE AU MAROC ?

Par

**Younes AIT HMADOUCH**

**Docteur en Sciences Économiques, Université Mohammed V de  
Rabat.**

**[y.aithmadouch@gmail.com](mailto:y.aithmadouch@gmail.com)**

### **Résumé**

Sur la base de l'étude des missions des autorités monétaires ainsi que des contributions théoriques en matière de rôle assigné à la politique monétaire, le présent article apporte une analyse critique aux mandats des Banques centrales qui évincent l'objectif du plein emploi de leurs missions principales et qui priorisent seulement l'objectif de la stabilité des prix. Ces mandats dits « hiérarchiques », qui prédominent aussi bien dans la pratique que dans la littérature, ont montré leur faiblesse depuis la crise financière de 2008. Nous développons alors dans cet article, des arguments tirés de la réalité économique et monétaire ainsi que de la littérature, qui militent en faveur de l'adoption d'un mandat dit « dual » qui donne à l'objectif du plein emploi la même importance que celui de la maîtrise de l'inflation dans le cadre des statuts d'une Banque centrale en général et de Bank Al-Maghrib en particulier.

**Mots clés :** Politique monétaire, Banque centrale, mandat dual, ciblage du PIB Nominal.

### **Abstract**

By studying monetary authorities' missions and analyzing the theoretical contributions on the role of monetary policy, this paper brings critical analysis of central banks' mandates that's werve full employment objective from their main missions and that place the price stability on top of their objectives. These so-called "hierarchical" mandates, which predominate both in practice and in the literature, have shown their weakness since the financial crisis of 2008. Wethen develop in this article, arguments drawn both from the economic and monetary reality and from the litterature, in favor of the adoption of a "dual" mandate which gives the goal of full employment the same weight as the control of inflation within the the central bank's statutes in general, and within Bank Al-Maghrib statutes in particular.

**Keywords:** Monetary policy, Central Bank, dual mandate, nominal GDP targeting.

## Introduction

Le primat de la superposition de la stabilité des prix au summum de la hiérarchie des objectifs des Banques centrales est fondé sur le consensus qui a submergé la pensée monétaire depuis la fin des années 1980. Ce consensus trouve ses origines dans les épisodes inflationnistes des années 1970 et 1980 qui ont conduit à remettre en question les mandats des Banques centrales qui intègrent les objectifs liés à la croissance économique au même niveau que la maîtrise de l'inflation. Dès lors, des avancées théoriques importantes ont soutenu la concentration des instituts d'émission sur l'objectif de la stabilité des prix, comme les travaux pionniers de Rogoff (1985) et Walsh (1995). Du côté du paradigme dominant en macroéconomie monétaire contemporaine, les modèles des Nouveaux Keynésiens sont tous fondés sur l'hypothèse dite de la « *Divine Coincidence* » qui suppose que la politique monétaire doit avoir comme cible unique la stabilité des prix et que le niveau de production se stabilise indirectement, ce qui fait que la Banque centrale n'a pas besoin de cibler la production (Woodford (2003), Blanchard et Gali (2005 ; 2007)). Pratiquement, la quasi-totalité des Banques centrales adopte aujourd'hui un mandat dit « hiérarchique » qui considère la stabilité des prix comme l'objectif prioritaire de la politique monétaire. Les autorités monétaires Marocaines s'inscrivent dans le même mouvement en se focalisant de plus en plus vers cet objectif de maîtrise de l'inflation.

Depuis la crise financière et monétaire de 2008, la question du rôle de la politique monétaire a été remise en lumière, dans le sens où le contexte de faible inflation et de stagnation de la demande a nécessité l'intervention de la politique monétaire pour relancer l'activité économique, surtout quand les autres instruments de la politique économique se sont avérés inopérants en période de crise.

Le présent article se propose alors de développer des arguments en faveur de l'adoption d'un mandat « dual » qui met les objectifs de la maîtrise de l'inflation et du plein emploi au même niveau d'importance pour la conduite de la politique monétaire. Pour ce faire, une présentation de quelques exemples de mandats des Banques centrales sera menée au début, avant d'apporter une analyse critique sur l'évolution des statuts de Bank Al-Maghrib depuis 1959.

### 1. Hiérarchie ou dualisme des objectifs de la politique monétaire ?

L'objectif de la stabilité des prix dans le mandat d'une Banque centrale s'explique par les effets néfastes d'une inflation élevée sur le bien-être de la société en termes d'incertitude et de hausse des coûts (entre autres). Dans ce sens, si les agents économiques ne disposent pas d'un minimum de visibilité par rapport à l'évolution future du niveau général des prix, ils pourraient prendre des décisions d'investissement, de consommation et d'épargne non optimales, ce qui pourrait affecter négativement la croissance économique (Fischer (1993)). Ce consensus

n'exclut pas d'avoir d'autres objectifs secondaires de la politique monétaire, comme la lutte contre le chômage et la croissance économique.

Pour se conformer à ce consensus relatif au rôle de la politique monétaire dans la maîtrise de l'inflation, la quasi-totalité des Banques centrales dispose d'un mandat qui donne la priorité à la stabilité des prix. Ce mandat dit « hiérarchique » place les objectifs de la croissance de la production ou de la baisse du chômage (identifiés comme un seul objectif puisque l'un implique l'autre) au second rang des priorités de la politique monétaire. Ce consensus est issu du principe de l'arbitrage entre l'inflation et le chômage à court terme, ce qui explique ainsi la non-adoption du mandat dit « dual ». Les partisans du mandat hiérarchique supposent qu'en donnant la même importance aux deux objectifs, le mandat dual constitue un risque de conflit d'objectifs de la politique monétaire.

L'étude du mandat d'une Banque centrale est importante alors dans la mesure où elle permet de responsabiliser les autorités monétaires par rapport à leurs missions. A titre d'exemple, nous ne pouvons pas reprocher à la Banque centrale la faible transmission de sa politique monétaire à la dynamique économique, si son mandat ne prévoit que l'objectif de la stabilité des prix, ou si les autres objectifs sont considérés comme secondaires, même en situation de faible inflation. Dans ce sens, un mandat hiérarchique peut être considéré comme une source de passivité de la Banque centrale par rapport à la recherche du plein emploi, puisqu'elle peut tout simplement répondre aux critiques adressées à cette passivité monétaire par : « Ceci n'est pas ma mission principale ».

## **2. Les mandats des Banques centrales dans la pratique**

Dans la pratique, la prédominance du mandat hiérarchique dans les statuts des Banques centrales n'est pas spécifique à une catégorie donnée de pays. Aussi bien les pays développés et émergents que les pays en voie de développement adoptent ce type de mandat. Nous allons alors donner quelques exemples de mandats adoptés par des Banques centrales comme la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale de la fédération de la Russie, la Banque de réserve de l'Inde, la Banque Populaire de la Chine, la Banque centrale de Tunisie, ainsi que le cas particulier de la FED, avant d'analyser l'évolution du mandat de Bank Al-Maghrib.

### **2.1.Mandat de la Banque Centrale Européenne**

La BCE adopte un mandat hiérarchique clair (explicit), avec la stabilité des prix comme objectif prioritaire et le soutien aux politiques économiques de la Communauté européenne comme objectif secondaire. Le statut de la BCE stipule que :

« ... the primary objective of the ESCB shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, it shall support the general economic

policies in the Community with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Community... ».

## **2.2. Mandat de la Banque d'Angleterre**

En matière de politique monétaire, la Banque d'Angleterre a comme objectif prioritaire le maintien de la stabilité des prix, ensuite viennent les objectifs de la croissance et de l'emploi dans le cadre du soutien à la politique économique du gouvernement. Ce mandat hiérarchique explicite est formulé comme suit :

« In relation to monetary policy, the objectives of the Bank of England shall be :

(a) to maintain price stability, and

(b) subject to that, to support the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment. »

## **2.3. Mandat de la Banque centrale de la fédération de la Russie**

Le statut de la Banque centrale de la fédération de la Russie fait apparaître un mandat hiérarchique moins explicite que celui de la BCE et de la Banque d'Angleterre par rapport aux objectifs de l'emploi et de la croissance, dans le sens où la stabilité des prix est considérée comme une condition pour un développement économique durable et équilibré et non pas un objectif à côté des autres objectifs. Ainsi, le statut stipule que :

« The principal objective of the Bank of Russia's monetary policy shall be to protect and ensure stability of the rouble by way of maintaining price stability, including for the creation of conditions for balanced and sustainable economic development. »

## **2.4. Mandat de Banque de réserve de l'Inde**

La Banque de réserve de l'Inde dispose d'un mandat hiérarchique clair et explicite, en soulignant que l'objectif prioritaire de sa politique monétaire est le maintien de la stabilité des prix, tout en prenant en considération (second rang) l'objectif de la croissance. La formulation de ce mandat est la suivante :

« The primary objective of the monetary policy is to maintain price stability while keeping in mind the objective of growth. »

## **2.5. Mandat de la Banque Populaire de la Chine**

La Banque Populaire de la Chine dispose aussi d'un mandat hiérarchique en considérant la croissance économique comme objectif secondaire de la politique monétaire de la Chine. Cependant, l'objectif de la stabilité des prix est inclus dans le cadre de « la stabilité de la valeur de la monnaie », qui cache sa stabilité interne et externe. L'objectif de la stabilité globale de la monnaie chinoise correspond plus aux spécificités de l'économie chinoise vu son importance dans le commerce international et donc les fluctuations du taux de changes qui peuvent en résulter. Le statut de la Banque Populaire de la Chine énonce que :

« The objective of monetary policy is to maintain the stability of the value of the currency and thereby promote economic growth. »

### **2.6. Mandat de la Banque centrale de Tunisie**

Le mandat hiérarchique de la Banque centrale de la Tunisie est un mandat clair et explicite. Il priorise clairement l'objectif du maintien de la stabilité des prix et place les objectifs de la stabilité financière et de la politique économique au second rang, incluant développement et emploi. Ce mandat est formulé comme suit :

« L'objectif principal de la banque centrale consiste à maintenir la stabilité des prix.

La banque centrale contribue au maintien de la stabilité financière de manière à soutenir la réalisation des objectifs de la politique économique de l'Etat, y compris dans les domaines de développement et de l'emploi. Elle œuvre pour une coordination optimale entre la politique monétaire et la politique économique de l'Etat. »

### **2.7. Mandat de la FED**

L'une des particularités de la Réserve Fédérale des Etats-Unis par rapport aux autres Banques centrales est son mandat dit « dual ». La FED donne aux objectifs de la baisse du chômage et la maîtrise de l'inflation le même niveau d'importance depuis 1977. Le statut cite même l'objectif de la maximisation de l'emploi avant celui de la stabilité des prix. Son mandat s'étend aussi à l'objectif d'assurer des taux d'intérêt modérés à long terme. Ainsi, le statut de la FED stipule que :

« The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates. »

## **3. Analyse de l'évolution du mandat de Bank Al-Maghrib depuis 1959**

Nous ne pouvons parler de l'existence d'une Banque centrale au Maroc que depuis la publication son dahir de création en 1959. Le capital de l'ancienne « Banque d'Etat du Maroc » qui a été créée par l'acte de la conférence d'Algésiras en 1906, était réparti entre douze pays européens, avant que la France devienne majoritaire par la suite. Son capital n'a été souscrit entièrement par l'Etat marocain qu'en 1959 et son nom est devenu « Banque du Maroc ».

### **3.1. Mandat de Bank Al-Maghrib de 1959 à 1993**

Le Dahir n° 1-59-233 portant statut de la Banque du Maroc prévoit dans son article 5 un mandat détaillé, incluant la stabilité des prix dans l'objectif de la « stabilité de la monnaie » et souligne que ce rôle est tributaire de « la politique économique et financière arrêtée par le Gouvernement ». Ceci implique que la politique monétaire s'aligne aux objectifs économiques et financiers du gouvernement. Cette interprétation

se confirme par la suite de l'article en considérant que la régulation des marchés monétaire et financier est au service de l'économie nationale. Ensuite, l'article 5 souligne que la Banque du Maroc s'efforce à contribuer à l'emploi et à stimuler le revenu national.

Ce mandat peut être qualifié de « dual » dans le sens où il ne priorise pas l'objectif de la stabilité des prix. Ceci peut être expliqué, entre autres, par la pensée Keynésienne qui dominait, théoriquement et pratiquement, dans les années 1950. L'article 5 du statut de 1959 stipulait alors que :

« 1° La Banque du Maroc exerce le privilège d'émission de la monnaie.

2° Dans l'exercice de ce privilège, la banque s'efforce de contribuer, dans les limites de ses attributions et en accord avec la politique économique et financière arrêtée par le Gouvernement à : stabiliser la monnaie et assurer sa convertibilité; développer et régulariser le marché monétaire et le marché financier en relation avec les besoins de l'économie nationale; étendre les possibilités d'emploi et stimuler l'essor du revenu national. »

### **3.2. Mandat de Bank Al-Maghrib de 1993 à 2005**

Sous l'influence (entre autres) de la pratique des principales Banques centrales et de la pensée monétariste qui dominaient dans les années 1990s, mais aussi pour s'aligner à la réforme du système financier marocain au début des années 1990s, un dahir portant loi n° 1-93-386 a modifié et complété en octobre 1993 l'ancien dahir de création. L'article 5, qui fixe le mandat de Bank Al-Maghrib (la dénomination « Bank Al-Maghrib » a été adoptée en mars 1987), a donc été modifié en retirant partiellement de ses missions les objectifs directs touchant l'emploi et l'essor du revenu national. Le lien direct entre la régulation des marchés monétaires et financiers d'une part, et les besoins de l'économie nationale d'une autre part, a été retiré de l'article, d'autant plus que la régulation du marché financier a été confiée à l'ancien CDVM qui a été créé en 1993. Le nouveau statut a souligné alors que le développement du marché monétaire doit avoir une relation avec la stabilité de la monnaie au lieu qu'il soit en relation avec les besoins de l'économie nationale. Pour accompagner aussi la nouvelle loi bancaire de 1993, l'article 5 a ajouté une mission notant que Bank Al-Maghrib doit s'assurer du bon fonctionnement du système bancaire.

La contribution à la politique économique du gouvernement est limitée par les attributions qui ont été modifiées dans le statut de 1993. L'objectif de la stabilité des prix est resté toujours inclus dans l'objectif global de la stabilité monétaire. Le mandat de 1993, qui n'est pas clair, peut être qualifié d'hierarchique, mais pas de manière explicite. Ainsi, l'article 5 du statut de 1993 est le suivant :

« Bank Al-Maghrib exerce le privilège d'émission des billets de banque et des pièces de monnaie ayant cours légal sur le territoire du Royaume. 2. Bank Al-Maghrib a,



également, pour mission de contribuer, dans les limites des attributions qui lui sont conférées par le présent dahir, à la réalisation des objectifs économiques et sociaux arrêtés par le gouvernement.

Dans ce cadre, il est chargé : - de veiller à la stabilité de la monnaie et à sa convertibilité. - de développer le marché monétaire en relation avec - la stabilité de la monnaie et d'assurer sa régulation. - de s'assurer du bon fonctionnement du système bancaire - de gérer les réserves publiques de change - d'établir des statistiques sur la monnaie et le crédit. »

### **3.3. Mandat de Bank Al-Maghrib depuis novembre 2005**

Le consensus international en politique monétaire qui se focalise plus sur l'objectif de la stabilité des prix, ainsi que l'orientation des cadres stratégiques et opérationnelles de la plupart des autorités monétaires vers l'indépendance des Banques centrales et vers des stratégies de plus en plus centrées vers le ciblage d'inflation, ont été les principaux facteurs ayant motivé Bank Al-Maghrib à adopter de nouveaux statuts en novembre 2005.

Les statuts de novembre 2005 ont permis de recadrer l'objectif de la stabilité des prix en soulignant que la mise en œuvre de la politique monétaire a comme objectif la stabilité des prix. La contribution à la politique économique et financière du gouvernement est considérée comme objectif secondaire qui ne doit pas porter préjudice à l'objectif de la stabilité des prix. Ce mandat hiérarchique peut être qualifié de « clair » dans le sens où l'objectif de la stabilité des prix est exprimé clairement et n'est plus caché dans la sentence « stabilité de la monnaie ». Cependant, la hiérarchie de ce mandat n'est pas explicite, puisque l'objectif (les objectifs) secondaire touchant à la production ou au chômage reste toujours vague, ambigu et non défini. L'article 6 des statuts est le suivant :

« Dans le but d'assurer la stabilité des prix, la Banque arrête et met en œuvre les instruments de politique monétaire...

A cet effet, la Banque intervient sur le marché monétaire en utilisant les instruments appropriés...

Sans préjudice de l'objectif de la stabilité des prix arrêté en concertation avec le ministre chargé des finances, la Banque accomplit sa mission dans le cadre de la politique économique et financière du gouvernement. »

Il est à noter que l'orientation de Bank Al-Maghrib vers un mandat de plus en plus axé vers l'objectif final de la stabilité des prix, a été renforcée par l'autonomie que lui a confiée le texte de novembre 2005, notamment par la non-participation du gouvernement au vote relatif aux actions de la politique monétaire et par la prohibition (quasi-totale) de l'octroi des concours financiers à l'Etat (voir Akaaboune (2017) pour une analyse approfondie de l'autonomie de Bank Al-Maghrib).

Cette migration vers un mandat hiérarchique clair qui priorise l'objectif de la stabilité des prix et qui délaisse de plus en plus les objectifs liés à la production et au chômage, va se consolider avec le projet de loi portant changement des statuts de Bank Al-Maghrib.

### **3.4. Nouveau projet portant changement des statuts de Bank Al-Maghrib**

En concertation avec Bank Al-Maghrib, le gouvernement a jugé nécessaire le changement des statuts de l'institut d'émission pour plusieurs raisons. Du point de vue juridique et institutionnel, le législateur justifie le projet de changement des statuts de la Banque centrale par l'adaptation à la constitution de 2011 ainsi qu'à la nouvelle loi relative aux établissements de crédit (décembre 2014). La deuxième famille de raisons ayant motivé cette réforme repose sur l'inspiration des mutations ayant touché les pratiques des Banques centrales à l'échelle internationale, suite aux leçons tirées de la crise financière. Le gouvernement et Bank Al-Maghrib ont eu alors comme objectif de se hisser aux standards internationaux en matière de missions des Banques centrales, notamment par rapport à la stabilité financière. Ainsi, le projet de loi prévoit d'intégrer dans le mandat de Bank Al-Maghrib la mission relative à la prévention du risque systémique et de la doter ainsi des instruments nécessaires en matière de politique macro-prudentielle.

Le mandat de Bank Al-Maghrib prévu dans son nouveau projet de statuts rend la priorité de l'objectif de la stabilité des prix encore plus explicite, en ajoutant clairement qu'il est devenu l'objectif « prioritaire » de l'institut d'émission. Le statut prévoit aussi le renforcement de l'indépendance de Bank Al-Maghrib en introduisant l'interdiction pour Bank Al-Maghrib de recevoir toute instruction émanant du gouvernement (entre autre). L'une des autres principales nouveautés du nouveau statut est l'introduction du contrôle parlementaire qui permettrait à la commission des finances de contrôler les missions de l'institut d'émission, notamment par rapport au mandat de l'institut d'émission. L'article 6 recadrant le mandat de Bank Al-Maghrib dans le projet de statuts est le suivant :

« La Banque définit l'objectif de stabilité des prix et conduit la politique monétaire en toute indépendance et transparence.

L'objectif principal de la Banque est de maintenir la stabilité des prix.

Sans préjudice à l'objectif de stabilité des prix, la Banque accomplit sa mission dans le cadre de la politique économique et financière du Gouvernement.

Le Ministre chargé des finances et le Wali se concertent régulièrement en vue d'assurer la cohérence de la politique macro-prudentielle ainsi que celle de la politique monétaire avec les autres instruments de la politique macro-économique. »

### **4. Quels arguments pour l'adoption d'un mandat dual au Maroc?**



L'analyse des changements du mandat de Bank Al-Maghrib de 1959 à aujourd'hui, montre que les autorités monétaires et le législateur au Maroc choisissent de plus en plus de faire éloigner l'emploi et la croissance économique des objectifs de la politique monétaire. Le choix de la stabilité des prix comme objectif prioritaire de Bank Al-Maghrib a été inspiré et motivé principalement par l'évolution des mandats des Banques centrales des économies avancées entre les années 1970 et le début des années 2000, ainsi que par la prédominance de la pensée monétariste en matière de conduite de la politique monétaire. Pour ces pays développés, l'abandon des mandats qui mettent les objectifs de l'emploi et de l'inflation au même niveau d'importance, s'explique par la dynamique inflationniste forte qu'ils ont vécue dans les années 1970 et 1980. La majorité des pays en voie de développement, dont le Maroc, ont alors suivi ce mouvement en changeant les mandats de leurs Banques centrales. Nous allons alors développer un certain nombre d'arguments en faveur de l'adoption d'un mandat dual par les autorités monétaires au Maroc, en répondant à cinq questions critiques.

#### **4.1. Le problème de l'inflation est-il si important au Maroc au point de marginaliser l'objectif de l'emploi dans le mandat de Bank Al-Maghrib ?**

De 1997 à 2016, le niveau d'inflation était modéré en enregistrant pour cette période une moyenne d'environ 1,38% (moyenne des taux annuels que nous avons calculée à partir des données du HCP). Toutefois, le plus bas niveau du taux de chômage pour la même période était de 8,9% en 2011, avant de décoller pour enregistrer 10,8% en 2016 selon les données de l'OIT. Mise à part l'analyse des facteurs explicatifs de l'inflation au Maroc, pendant les vingt dernières années, le niveau du taux d'inflation est loin d'être le problème prioritaire de la politique économique Marocaine. Le mandat hiérarchique adopté par Bank Al-Maghrib constitue une source de passivité de la politique monétaire au Maroc et ne l'incite pas les autorités monétaires à prendre en considération attentivement le problème du chômage, d'où l'intérêt de donner à ce dernier la même importance que celle de l'objectif de la stabilité des prix, en adoptant un mandat dual.

#### **4.2. Les principales Banques centrales des pays développés qui influencent les cadres stratégiques de la politique monétaire au niveau mondial, respectent-elles vraiment leurs mandats hiérarchiques (à l'exception de la FED) ?**

La politique monétaire de la plupart des Banques centrales des pays en voie de développement s'inspire des grandes Banques centrales au lieu d'adapter leurs cadres stratégiques et opérationnels à leurs spécificités économiques, d'où l'adoption des mandats hiérarchiques, avec la stabilité des prix comme objectif prioritaire. Cependant, en période de retournement fort de l'activité économique (par exemple après la crise de 2007/2008), les réactions de ces grandes Banques centrales peuvent s'éloigner de leurs mandats. L'adoption des politiques monétaires non

conventionnelles est l'exemple typique de cette situation. Ceci montre d'une part que, ce que l'on attend de la Banque centrale dépasse de loin ce qui est inscrit dans son mandat et, d'une autre part, il existe un mandat dual dans la pratique qui n'est pas inscrit dans les statuts. Ce mandat dual caché pourrait accentuer l'incertitude en matière d'anticipation des actions de la politique monétaire. En effet, la seule analyse du mandat (toutes choses étant égales par ailleurs) pourrait induire en erreur les anticipations des opérateurs économiques par rapport aux actions futures de la Banque centrale en sous-estimant le pouvoir de la politique monétaire en matière de relance de l'activité économique.

#### **4.3. La position du FMI en matière du rôle de la Banque centrale dans l'économie a toujours été la même ?**

Le passage des pays en voie de développement à un mandat orienté principalement vers la stabilité des prix s'explique aussi (entre autres) par l'appui du FMI à leurs programmes de réformes macroéconomiques, dont le cas du Maroc. Cependant, même la position du FMI a changé dernièrement. Avant la crise de 2008, une publication du FMI en 2006 (voir FMI (2006), « Inflation targeting and the IMF ») dans laquelle il souligne que l'objectif de la stabilité des prix est primordial et que l'adoption du ciblage d'inflation, comparativement aux autres régimes de politique monétaire, permet d'avoir la meilleure performance macroéconomique possible. Après la crise financière internationale, la vision du FMI a changé par rapport au rôle ainsi que la stratégie de la politique monétaire. Dans une publication du FMI en 2011 (voir FMI (2011), « Monetary policy in the wake of the crisis »), Blanchard souligne clairement que la crise de 2008 a montré que la pensée et la pratique de la politique monétaire étaient erronées. Blanchard note que la réalité a montré que la politique monétaire ne doit pas avoir une seule cible (stabilité des prix) mais plusieurs, et que la difficulté réside actuellement dans l'utilisation et l'affectation des différents instruments aux différentes cibles de la politique monétaire. Il a alors remis en question la propriété qu'il a développée lui-même avec Jordi Gali, qu'ils ont appelée « coïncidence divine » (divine coincidence), dans le cadre du modèle des Nouveaux Keynésiens. Cette propriété - remise en cause - stipulait qu'en ayant comme cible unique de la politique monétaire « la stabilité des prix », le niveau de production se stabilise indirectement, ce qui fait que la Banque centrale n'a pas besoin de cibler la production. Blanchard a souligné que la réalité macroéconomique est loin de cette propriété dite Coïncidence divine et que la Banque centrale doit cibler à la fois les prix, la production et la stabilité financière.

#### **4.4. La stabilité de la courbe de Phillips a toujours été significative ? Sachant qu'elle constitue le premier argument de l'adoption d'un mandat hiérarchique.**

Depuis la crise financière, la courbe de Phillips montre de plus en plus son aplatissement, ce qui se traduit par une remise en question de la relation chômage-inflation. Le FMI (2013) a mené une étude sur 21 pays avancés dans laquelle il a montré l'aplatissement de la courbe de Phillips. Ainsi, l'inflation est remarquablement devenue stable et ne répond pas aux cycles, même avec l'augmentation importante du taux de chômage dans la majorité des pays après la crise (voir aussi De Pratto (2017) et Kuttner et Robinson (2010)). Nous pouvons citer comme exemple la politique monétaire non conventionnelle adoptée par la FED qui a pu faire baisser le taux de chômage, sans pour autant réussir à relancer l'inflation. Ce changement remet alors en cause les fondements du mandat hiérarchique et constitue un autre argument pour l'adoption d'un mandat dual.

#### **4.5. Un mandat hiérarchique ne constitue pas une limite en matière de contrôle de Bank Al-Maghrib par le parlement, en cas d'introduction de cette disposition dans les nouveaux statuts ?**

Si les statuts exigeraient à la Banque centrale de rendre compte à la nation en permettant aux députés de contrôler l'activité des autorités monétaires, un mandat hiérarchique avec la maîtrise de l'inflation comme objectif prioritaire, ne permettrait pas de responsabiliser dûment à l'institut d'émission la faible implication de sa politique monétaire dans la relance de l'activité économique et de l'emploi, même en période de faible taux d'inflation.

Ainsi, la raison d'être de toute politique économique est de promouvoir le bien être économique de la population, la dynamique des entreprises ainsi que la vitalité des institutions à travers lesquelles cette politique se transmet aux agents économiques. Pour le court et moyen termes, le mandat hiérarchique n'incite pas (théoriquement) la Banque centrale à intervenir massivement pour transmettre ses actions monétaires à la production et l'emploi en cas d'inflation faible, comparativement à son degré d'implication pour stabiliser les prix en cas de pressions inflationnistes. L'idée selon laquelle la politique monétaire ne pourrait pas - et donc ne devrait pas être appelée à - faire baisser le chômage au-dessous de son taux naturel, ne constitue pas un frein à la Banque centrale pour qu'elle tende à le rapprocher au maximum de ce taux naturel. Cet objectif devrait avoir la même importance que celui de la stabilité des prix, afin que la Banque centrale ne soit pas assez passive en cas de baisse importante du taux d'inflation et en cas de taux de chômage largement supérieur à son taux naturel.

Pour le long terme, l'analyse des partisans de l'idée selon laquelle la politique monétaire ne pourrait soutenir la production et l'emploi que par le billet de la stabilité des prix (coïncidence divine), n'est pas contradictoire avec l'adoption du mandat dual, puisque ce dernier renvoie aux mêmes objectifs et ne considère pas la stabilité des prix comme objectif secondaire.

#### **5. Stratégies monétaires issues des mandats hiérarchique et dual**

La stratégie de politique monétaire reflète l'ensemble des mesures ou des indicateurs de référence qui orientent les autorités monétaires lors de leur prise de décision régulière. La stratégie monétaire, appelée aussi régime de politique monétaire, constitue alors le guide de référence du cadre opérationnel.

Selon Bordo et Schwartz (1997), le régime de politique monétaire constitue un ensemble de contraintes limitant la capacité des autorités monétaires à influencer l'évolution des agrégats macroéconomiques. De par l'expérience des pays en la matière, il existe plusieurs régimes de politique monétaire qui peuvent être classés selon le choix et la clarté de l'ancrage nominal (Stone et Bhundia (2004)).

L'ancrage nominal est une cible intermédiaire annoncée officiellement que la Banque centrale influence afin qu'elle agisse sur l'objectif finale de la politique monétaire. L'expression « cible intermédiaire » a été utilisée par Milton Friedman dans les années 1970s.

### **5.1. Stratégies issues du mandat hiérarchique : les formes du ciblage d'inflation**

L'adoption d'un mandat hiérarchique dans la pratique n'implique pas automatiquement l'adoption du ciblage d'inflation. Plusieurs Banques centrales des pays en voie de développement disposent d'un mandat hiérarchique par exemple mais elles adoptent l'ancrage nominal du taux de change ou bien elles ciblent un agrégat monétaire. Toutefois, la plupart des autorités monétaires adopte, ou comptent adopter, directement ou indirectement, l'une des formes du ciblage d'inflation que nous allons présenter ci-après. Nous considérons alors que les stratégies du ciblage d'inflation représentent le type de régimes monétaires compatibles idéalement avec le mandat hiérarchique.

#### *5.1.1. Le ciblage strict de l'inflation*

Le ciblage de l'inflation repose sur l'ancrage du taux d'inflation lui-même. Ce ciblage est considéré ferme ou strict quand les autorités monétaires s'engagent de manière claire et explicite d'atteindre un taux d'inflation fixé à l'avance, ce qui limite la politique discrétionnaire de la Banque centrale et exige sa crédibilité.

Mishkin (1999) souligne que le ciblage d'inflation requiert que les autorités monétaires annoncent au public (i) une cible d'inflation à atteindre à moyen terme, (ii) un engagement clair de la Banque centrale pour atteindre l'objectif annoncé, (iii) des informations analytiques en termes de stratégie adoptée, en montrant qu'elle repose sur moins de cibles intermédiaires comme la croissance monétaire, ainsi que (iv) des publications régulières sur le suivi de la politique monétaire pour plus de transparence. Ce suivi permet de montrer au public l'orientation de la politique monétaire à court terme suite à l'écart d'inflation constatée, permettant ainsi d'ancrer les anticipations d'inflation.

### 5.1.2. Ancrage implicite de la stabilité des prix

L'ancrage implicite de la stabilité des prix (Mishkin 2000) est un régime monétaire attribué aux autorités monétaires qui ciblent l'inflation, mais leur manque de transparence et d'engagement vis-à-vis de la cible d'inflation rend leur ancrage de la stabilité des prix implicite. Ce régime peut être appelé aussi « Juste faites le » (*Just do it*, Mishkin(1999)), ciblage d'inflation « Caché » (*Covert*, Mankiw (2002)), ciblage d'inflation « éclectique » (*Eclectic*, Carare et Stone(2003)), ou aussi « ne demandez pas, ne dites pas » (*Don't ask, don't tell*, Goodfriend (2003)).

Les pays qui ciblent implicitement la stabilité des prix peuvent même avoir des cibles chiffrées d'inflation. Cependant, le manque d'engagement clair de la banque centrale pour atteindre ladite cible rend ce régime différent du ciblage strict d'inflation, qui est explicite.

### 5.1.3. Le ciblage allégé de l'inflation

Le ciblage allégé de l'inflation (*inflation targeting lite*, Stone et Bhundia (2004)) concerne les pays qui n'ont pas un ancrage unique dans le cadre de leur stratégie de politique monétaire mais annoncent un panier de cibles à côté de la cible d'inflation et ne considèrent pas l'inflation comme principale ou unique cible. Les pays qui ont ce régime monétaire adoptent un régime de changes plus flexible et donc ne ciblent pas le taux de changes, ce qui ne contraint pas l'ancrage nominal des autres cibles.

Étant donné le manque d'un ancrage unique dans le cadre du ciblage allégé de l'inflation, les autorités monétaires ont moins d'engagement et plus de discrétion comparativement aux autres régimes monétaires. L'adoption du ciblage allégé de l'inflation reflète parfois la multiplicité des objectifs secondaires de la politique monétaire mais aussi l'immaturité du système financier, ce qui peut être interprété comme un régime transitoire avant d'entamer des réformes permettant de migrer vers le ciblage strict d'inflation (Stone (2003)).

### 5.1.4. Le ciblage flexible de l'inflation

Dans le cadre du ciblage flexible d'inflation, la Banque centrale vise non seulement la cible d'inflation, mais aussi la stabilisation de la production en tolérant une fluctuation du taux d'inflation autour de sa cible et à des horizons temporels flexibles, en fonction de l'évolution de l'activité économique (voir Svensson (1997), Debelle (1999) et Svensson (2009)).

Pour stabiliser l'économie réelle à côté du ciblage du taux d'inflation, la Banque centrale stabilise à court terme l'utilisation des ressources autour de son niveau naturel (Svensson (2009)). Ainsi, pour prendre en considération les retards entre les actions de la politique monétaire et leur impact sur l'inflation et l'économie réelle, le ciblage d'inflation flexible repose sur le ciblage des prévisions du niveau des prix et de l'économie réelle, ce qui permet d'appeler ce régime aussi « le ciblage des

prévisions » (*forecasttargeting* ». Dans le cadre de ces prévisions, la Banque centrale prend en considération la cible d'inflation déjà fixée ainsi que le niveau naturel de la production potentielle.

Si la Banque centrale juge qu'il peut y avoir un conflit d'objectifs dans le cadre du ciblage flexible de l'inflation, elle doit trouver un compromis entre la stabilité des prix et la stabilité de la production, selon la fonction de perte quadratique suivante :

$$\mathcal{L} = \Omega E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t [(\pi_t - \pi_t^*)^2 + \lambda (y_t - y_t^*)^2]$$

Avec  $\pi_t$  : taux d'inflation,  $\pi^*$  : taux d'inflation cible,  $y_t$  : le niveau de la production,  $y_t^*$  : la production potentielle,  $\lambda > 0$  est le poids que la politique monétaire attribue à la stabilisation de l'écart de production (*output gap*) suivant :  $(y_t - y_t^*)$ .

Le poids attribué alors à l'écart de production dépend, entre autres, des prévisions établies sur l'inflation et la production potentielle. Ces prévisions doivent se baser sur l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire à l'inflation et à l'économie réelle.

## 5.2. Stratégie issue du mandat dual : le ciblage du PIB nominal comme alternative au ciblage d'inflation

Depuis les années 1990 jusqu'à la crise de 2007, la stratégie de politique monétaire qui dominait la pensée économique était le ciblage d'inflation sous ses différentes formes. Comme nous l'avons souligné avant, la crise financière a remis en cause l'ancien modèle de conduite de la politique monétaire. L'une des stratégies qui ont regagné de l'intérêt après la crise est le ciblage du PIB nominal (Woodford (2012) et Hatzius et Sven (2011)).

Le ciblage du PIB nominal consiste pour la Banque centrale à cibler un taux de croissance (ou une fourchette) du PIB nominal, ce qui permet d'ancrer à la fois la croissance du PIB réel et celle du niveau des prix. Par exemple si la Banque centrale cible un taux de croissance du PIB nominal de 7%, ça pourrait correspondre à 2% d'inflation et 5% de croissance du PIB réel. La Banque centrale ajuste sa politique monétaire en fonction des prévisions de l'inflation et du PIB réel. Si le niveau anticipé du PIB nominal est inférieur à la cible, la Banque centrale mène une politique monétaire expansionniste. Si au terme de l'année l'institut d'émission s'éloigne de la cible, elle réajuste encore sa politique pour se rattraper l'année d'après, ce qui permet d'avoir une croissance nominale stable à long terme.

Les contributions de référence en matière de stratégie du ciblage du PIB nominal remontent aux travaux du prix Nobel James Meade en 1978 et aux travaux du prix Nobel James Tobin en 1980. Plus récemment, plusieurs économistes ont développé



cette stratégie, dont Bhandari et Frankel (2015), McKibbin et Singh (2003), Sumner (2011, 2014) et Frankel (1995).

### **Conclusion**

L'analyse des statuts des Banques centrales à l'échelle nationale et internationale, fait constater une prédominance du mandat hiérarchique, à l'exception de la Réserve Fédérale qui adopte un mandat dual. Toutefois, les pratiques des grandes Banques centrales depuis la crise de 2008, notamment avec l'adoption des mesures non conventionnelles, ont montré la fragilité des mandats hiérarchiques.

Du côté des missions de Bank Al-Maghrib, nous avons montré à travers une analyse de l'évolution de ses statuts, que les autorités monétaires marocaines sont passées graduellement d'un mandat dual à un mandat de plus en plus hiérarchique qui se focalise aujourd'hui sur la stabilité des prix de manière explicite et ferme.

Nous avons listé un certain nombre d'arguments qui militent en faveur de l'adoption d'un mandat dual par Bank Al-Maghrib, afin que la politique monétaire puisse s'activer au service de l'activité économique nationale, à côté de la poursuite de l'objectif de la stabilité des prix.

Puisque nous défendons dans le présent papier l'adoption d'un mandat dual, nous considérons alors que le ciblage d'inflation est plutôt compatible avec le mandat hiérarchique. Nous suggérons que le ciblage du Produit Intérieur Brut Nominal est une stratégie adéquate avec le mandat dual qui est une alternative au ciblage d'inflation, dans la mesure où elle permet à la Banque centrale de cibler à la fois le taux d'inflation et le PIB réel.

Dans la littérature en économie monétaire, les questions du mandat dual et de la stratégie du ciblage du PIB Nominal sont moins abordées comparativement au rôle de la politique monétaire dans la stabilité des prix. Ces questions nécessitent alors une attention particulière des chercheurs qui s'intéressent aux questions monétaires.

### **Bibliographie**

Ait Hmadouch Y. et Akaaboune M. (2016), « Les Mécanismes de Transmission de la Politique Monétaire dans les Pays en Voie de Développement », *Revue D'Etudes en Management et Finance D'Organisation*.

Akaaboune M. (2017), « La politique monétaire au Maroc », *L'Economie Politique du Maroc*, p 282 à 294.

Banque Centrale de l'Angleterre, « Bank of England Act 1998, Sections 11-12 ».

Banque Centrale de la Fédération de la Russie, « Federal Law On The Central Bank Of The Russian Federation 2002, Article 3 », *tel qu'il a été modifié en 2003*.

Banque Centrale de la Tunisie, « Statut de la Banque Centrale de Tunisie 2016, Article 7 ».

Banque Centrale Européenne, « Protocol On The Statute Of The European System Of Central Banks And Of The European Central Bank, Article 2 », *Protocol annexé au traité d'établissement de la communauté européenne 1992*.

Banque de Réserve de l'Inde, « Reserve Bank of India Act, 1934, Préambule », *tel qu'il a été modifié en 2009 et 2016*.

Bhandari P. et Frankel J.A. (2015), « Nominal GDP Targeting For Developing Countries », *NBER Working Paper No 20898*.

Blanchard O. (2011), « Monetary Policy in the Wake of the Crisis », *IMF Macro Conference*.

Blanchard O. et Gali J. (2007), « Real wage rigidities and the New-Keynesian model », *Journal of Money, Credit, and Banking*.

Bordo M.D. et Schwartz A.J. (1997), « Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record », *NBER Working Paper No. 6201*.

Carare A. et Stone M.R. (2003), « Inflation Targeting Regimes », *IMF Working Papers*.

Debelle G. (1999), « Inflation Targeting and Output Stabilization », *Research Discussion paper*, Reserve Bank of Australia, p.1-25

DePratto B. (2017), « Inflation Just Ain't What It Used to Be: Assessing Phillips Curves for Canada », *TD Economics*.

Fischer S. (1993), « Macroeconomics factors in growth » *Papier présenté lors de la conférence organisée par la Banque Mondiale : How do national policies affect long-run growth?*

Fonds Monétaire International (2006), « Inflation targeting in the IMF », *IMF Working Papers*.

Fonds Monétaire International (2013), « The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping? », *World Economic Outlook, Chapter 3*.

Frankel J. A. (1995), « The Stabilizing Properties of a Nominal GNP Rule », *Journal of Money, Credit and Banking*.

Hatzius J. et Sven J. S. (2011), « The Case for a Nominal GDP Level Target », *US Economic Analyst 11/41, Goldman Sachs Global ECS Research*.

- Kuttner K. et Robinson T. (2010), « Understanding the flattening Phillips curve », *The North American Journal of Economics and Finance*.
- McKibbin W. et K. Singh (2003), « Monetary Regimes in India », *Indian Economic Reforms*, 11-50.
- Mishkin F.S. (1999), « International Experiences with Different Monetary Policy Regimes », *NBER Working Paper No. 6965*.
- Mishkin, F. S. 2000. "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", *American Economic Review*, 105-109.
- Réserve Fédérale, « Federal Reserve Act 1913, Section 2A », *tel qu'il a été modifié en 1977*.
- Rogoff K. (1985), « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics* 100: 1169-1189.
- Stone M. (2003), « Inflation Targeting Lite », *IMF Working Papers*.
- Stone M. and Bhundia A. (2004), "A New Taxonomy of Monetary Regimes", *IMF Working Paper No WP/04/191*.
- Stone M. et Bhundia A. (2004), « A New Taxonomy of Monetary Regimes », *IMF Working Papers*.
- Sumner S. (2011), "Re-Targeting the Fed." *National Affairs*. No. 9.
- Sumner S. (2014), « Nominal GDP Targeting: A Simple Rule to Improve Fed Performance », *Cato Journal*, Vol. 34, No. 2.
- Svensson Lars E.O. (1997), « Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets », *European Economic Review*, 1111-1146.
- Svensson Lars E.O. (2009), « Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis », Speech dans le Workshop « Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis », organisé par la banque centrale des Pays-Bas, le 21 septembre 2009.
- Walsh C.E. (1995), « Recent Central-Bank Reforms and the Role of Price Stability as the Sole Objective of Monetary Policy », *NBER Chapters*, in: *NBER Macroeconomics Annual 1995, Volume 10*, pages 237-252.
- Woodford M. (2003), « Interest and prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy ». Princeton University Press.
- Woodford M. (2012), « Inflation Targeting and Financial Stability », *NBER Working Paper No 17967*.