

## **PARTI PRIS**

### **Notes d'analyse**

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

## **PARTI PRIS 1**

### **(Juin 2012)**

#### **A QUOI JOUENT LA BANQUE CENTRALE ET LE GOUVERNEMENT ?**

Noureddine EL AOUI (Université Mohammed V-Agdal, Rabat et Rédouane TAOUIL (Université Pierre Mendès France, Grenoble)

*Une version réduite de ce texte est publiée par le journal Le Matin du 6 Mai 2012.*

La perspective d'un repli de l'activité en 2012 a conduit à la révision à la baisse des prévisions de croissance tant par la Banque centrale que par l'autorité budgétaire. Les différences dans le diagnostic conjoncturel de ces deux décideurs publics n'ont pas manqué de susciter des propos qui suggèrent l'existence d'un conflit d'objectifs et d'instruments entre la stratégie monétaire et la stratégie budgétaire susceptible d'entraîner une surenchère au détriment de la croissance et du bien-être social. Or, à s'interroger sur les fondements de ces stratégies, il apparaît bien que le jeu

de politique économique est de type coopératif. Ce jeu est encadré par des règles institutionnelles selon lesquelles la Banque centrale veille, en vertu de ses statuts qui lui confèrent l'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique, à la stabilité des prix. Le gouvernement est tenu, pour sa part, à se conformer à la discipline budgétaire. Face au ralentissement, tant annoncé, de la croissance, ce jeu peut prendre la forme d'une coordination contra-réalisatrice destinée à contrecarrer les fluctuations de l'activité et de l'emploi en fonction de règles flexibles assorties de marges de régulation de la conjoncture.

## **Enjeux de la politique économique**

Les commentaires suscités dans la presse par les déclarations du gouverneur de la Banque centrale et les réactions de représentants de l'autorité budgétaire attestent avec force de trois dimensions insignes de la politique économique. D'abord, celle-ci ne peut être envisagée en dehors de l'interdépendance entre les variables monétaires et les variables budgétaires. Ainsi, si le gouvernement accroît les dépenses publiques, la hausse de la demande qui s'ensuit entraîne, au delà de l'utilisation normale des capacités de production, une tension sur les prix et stimule l'inflation. La Banque centrale peut procéder, parallèlement, à un relèvement du taux d'intérêt qui vient mettre en cause l'objectif d'expansion du gouvernement, alourdir les charges de la dette publique et accentuer le déficit budgétaire. Cette interdépendance requiert la coordination des décisions des autorités de politique économique dans le cadre d'une combinaison cohérente des instruments monétaire et budgétaire. Cette coordination appelle une convergence dans les représentations du fonctionnement de l'économie et dans la définition du bien-être de la population autant que la concertation et la coopération entre les décideurs publics. Ensuite, la conception et la mise en œuvre de la politique économique s'exercent dans un cadre réglementaire et organisationnel codifié. Depuis la modification de ses statuts en 2006, Bank Al-Maghrib est une institution indépendante qui a en charge la définition et la conduite de la politique monétaire, en dehors d'emprises politiques, selon l'impératif de crédibilité. Cet impératif, qui recouvre la continuité des décisions et la transparence des messages en matière de contrôle de l'inflation, implique la déconnexion vis-à-vis des échéances électorales. Dans le même temps, il impose de fortes restrictions au financement monétaire du déficit public à travers des avances directes au Trésor en renforçant la contrainte de la discipline budgétaire. Ainsi, le gouvernement est soumis à des règles permettant d'assurer le contrôle du déficit public eu égard au principe de stabilité macroéconomique. Cette orientation est la conséquence de la nécessité de garantir la soutenabilité de l'endettement public et d'éliminer le seignuriage qui résulte du financement direct de l'Etat par la Banque centrale. La valeur de référence de déficit public de 3%, instituée depuis bientôt une quinzaine d'années, participe bien de ces dispositifs censés contribuer à la crédibilité anti-inflationniste de la Banque centrale. Enfin, la politique économique revêt, à l'évidence, des enjeux démocratiques que ne saurait occulter l'insistance mise sur sa teneur technique par l'expertise macroéconomique. La délégation de la politique monétaire implique un transfert de souveraineté à une institution indépendante qui n'est pas tenue par la loi de prendre en compte les préférences exprimées par l'électorat. Dans ce contexte, se pose légitimement la question de l'exercice de la responsabilité de Bank Al Maghrib et de la légitimité de ses choix. Si le gouvernement est comptable de ses actions, l'indépendance de la Banque centrale a une contrepartie qui tient à l'obligation de rendre compte à l'opinion publique par le biais de conférences périodiques sur les décisions et procédures de réglage monétaire et des rapports annuels. Au regard du cadre réglementaire et légal de la politique économique, il n'y a pas indubitablement, du point de vue de la responsabilité démocratique, asymétrie aux dépens des instances issues du suffrage. Les enjeux démocratiques sont autrement plus aigus quant à l'impact des décisions budgétaires et monétaires sur les ressources et les revenus et partant sur les droits et les libertés réelles des citoyens.

## Jeu coopératif et soutien à la croissance

A en juger par la stratégie budgétaire telle qu'elle est annoncée par la loi de finances de l'année 2012 et les inflexions récentes de la politique monétaire, il n'y a pas lieu de parler de divergences entre le gouvernement et la Banque centrale. Les deux stratégies s'inscrivent dans un jeu coopératif dont la finalité est de contrecarrer le cycle conjoncturel. La croissance effective est amenée à pâtir du recul de la valeur ajoutée agricole et de la contraction de la demande en provenance de l'Europe consécutive aux politiques d'austérité. Pratiquer la rigueur dans ces conditions, au nom d'une conception au demeurant par trop rigide de la stabilité, serait un mauvais choix de politique économique en ce qu'il peut entraîner un engrenage récessif. Les restrictions de la demande qui en résultent sont de nature à induire une réduction des recettes fiscales, à creuser le déficit public et à enfermer l'économie dans un bas équilibre associé à de faibles niveaux d'activité et de bien-être. En revanche, le soutien à la demande par la combinaison des leviers budgétaire et monétaire est en mesure de desserrer les contraintes qui pèsent sur la croissance et d'acheminer l'économie vers un haut équilibre correspondant à un meilleur niveau de production et d'emploi. Si l'on tient compte des anticipations favorables des entreprises quant aux débouchés et à la rentabilité, la relance par la demande domestique est de nature à mettre à profit les complémentarités stratégiques qui tiennent à l'existence de gains en termes de bien-être social inexploités. L'abaissement par Bank Al Maghrib du taux directeur de 3,25% à 3% comme la mise en place de dispositifs de stimulation de l'offre de crédit bancaire vont dans ce sens. En réduisant le coût de refinancement bancaire, l'abaissement du taux d'intérêt est en mesure d'exercer un impact positif sur l'activité si les banques répercutent cette réduction et assouplissent les conditions d'octroi de liquidités aux entreprises. Dans le même temps, il permet d'alléger la pression haussière sur les taux des titres publics émis par adjudication. De son côté, la procédure d'élargissement de durée des avances aux banques commerciales de sept jours à trois mois assortie de la condition que 25% de ces avances soient alloués aux petites et moyennes entreprises est susceptible d'atténuer le rationnement du crédit. Ce soutien à la demande globale par la stimulation monétaire pourrait être renforcé par la stimulation budgétaire. La hausse des dépenses publiques d'investissement et la progression de la masse salariale par extension d'emploi dans les services de santé et d'éducation permettent à l'Etat de parer au déficit d'activité et de remplir sa fonction d'employeur en dernier ressort.

Dans ces conditions, les interactions entre la stratégie monétaire et la stratégie budgétaire sont à même d'assurer les ajustements contra-cycliques nécessaires sans risque de tensions sur les prix ou d'insoutenabilité de l'endettement public. L'inflation importée, on le sait, détermine largement le niveau général des prix. Grâce aux subventions des produits de base, elle est maîtrisée et la volatilité du rythme d'inflation totale est fortement contenue. Sous ce double rapport, la politique budgétaire contribue au contrôle de l'inflation à 2%, qui est l'objectif primordial de la politique monétaire, et, ce faisant, à la stabilité macroéconomique. Le système de compensation possède à cet égard des vertus indûment minorées par la vision comptable qui les réduit à des coûts pour la société. Quant à l'inflation d'origine domestique, il est fort probable qu'elle reste stable. D'une part, le soutien de la demande est en mesure de réduire les capacités de production oisives et d'abaisser, par conséquent, les coûts unitaires de production induisant ainsi une faible propension au réajustement des prix à la hausse. D'autre part, la hausse du salaire minimum, souvent contourné par l'intensification du travail, ne pourrait mettre en cause la modération salariale.

S'agissant de la soutenabilité de la dette publique, il convient de se déprendre des analogies erronées bâties sur des contresens arithmétiques qui évoquent à leur égard le spectre passé du PAS (programme d'ajustement structurel). Même si l'on se rattache au seuil arbitraire du ratio de la dette publique/PIB de 60%, les possibilités de financement par l'emprunt sont loin d'être négligeables. Les autorités budgétaires disposent d'une marge de manœuvre au sein même des dispositifs qui gouvernent leurs décisions. Selon des projections du FMI, il n'y a pas de menace d'insoutenabilité à moyen terme, même sous l'hypothèse du maintien du système de

compensation : de 2011 à 2016, la dette publique en proportion du PIB n'excède pas 58,5%. Le gouverneur de Bank Al Maghrib n'a-t-il pas déclaré que l'accès du Maroc au financement externe de la dette publique ne présente pas de difficultés en soulignant que le taux de déficit public de 3% n'est pas un critère déterminant des décisions des investisseurs étrangers.

### **Coordination et confiance**

En définitive, la régulation conjoncturelle nécessite un jeu de politique économique fondé sur la confiance, c'est-à-dire sur l'adhésion des agents, et organisé autour du recentrage sur la demande domestique et non une politique de rigueur selon des règles fixes. Il en est de cette politique comme de la pomme empoisonnée de Descartes. Celle-ci est ardemment désirée du seul fait qu'elle est réputée bonne de sorte que personne ne songe à vérifier les qualités qui lui sont prêtées.

L'observation stricte de règles, quelque soit la conjoncture, est manifestement inadéquate comme l'enseigne une des leçons majeures de la crise financière internationale ouverte en 2007 : sans les interventions des autorités de politique économique, la récession aurait été autrement plus profonde. Sous les nuages qui s'amoncellent, l'option des décideurs monétaire et budgétaire au Maroc pour des règles réactives, mais mieux coordonnées, semble appropriée.

\* Economistes, professeurs, respectivement, à l'université Mohammed V de Rabat et à l'université Pierre Mendès France de Grenoble.