

DU CHANGE ADMINISTRÉ AU CIBLAGE D'INFLATION

à quelles conditions poursuivre la flexibilisation du dirham ?



By **Mohamed Amine
El Ghaoui**

Under the mentorship of:

Larabi Jaïdi

Senior Fellow, Policy Center for the New South

Oumayma Bourhriba

Senior Economist, Policy Center for
the New South

About the Mentorship Program

The Mentorship Program, jointly organized by the Policy Center for the New South (PCNS) and the Youth Policy Center (YPC), was launched to support master's students in developing policy-oriented research and writing skills, and to strengthen their contribution to public policy debates.

Implemented from March to June 2026, the pilot edition brought together six selected master's students from universities across Morocco, each paired with a mentor duo composed of a PCNS Senior Fellow and a PCNS Expert. The policy briefs developed during the program covered key themes including geopolitics and conflict dynamics, international cooperation, energy and sustainable development, macroeconomic and trade policies, labor market and human capital, and equality and inclusion.

Through methodological workshops, individual mentorship, and continuous feedback, participants were guided in transforming their research ideas into concise, evidence-based policy briefs. The program fostered intergenerational dialogue and knowledge exchange between emerging researchers and experienced policy experts, while providing participants with practical tools to define policy-relevant problems, structure their analysis, formulate actionable recommendations, and communicate their research to policy audiences.

This policy brief is the result of the mentorship and research process undertaken as part of the program's first cohort. It reflects the program's ambition to amplify youth-led policy research while nurturing a new generation of researchers committed to evidence-based policymaking.

For inquiries, please contact: mentorship@policycenter.ma

Résumé exécutif

Depuis 2018, le Maroc élargit par étapes la marge de fluctuation du dirham. Cette transition déplace la question de la stabilité des prix : à mesure que le change cesse de jouer le rôle d'ancre, un autre dispositif doit prendre le relais.

L'analyse conduite dans ce Policy Brief aboutit à un diagnostic en deux temps. La transmission des variations du change aux prix à la consommation demeure aujourd'hui faible au Maroc, y compris lorsque le dirham s'écarte sensiblement de sa valeur d'équilibre. Mais cette modération n'est pas une propriété structurelle de l'économie marocaine : elle repose sur un environnement d'inflation basse et sur la crédibilité de la politique monétaire, et elle peut se défaire lorsque cette crédibilité s'érode, comme l'illustrent les cas turc et égyptien. Elle coexiste, par ailleurs, avec des segments où la transmission demeure vive, le secteur des carburants en offrant l'exemple le plus net.

La flexibilisation peut donc se poursuivre, à condition de consolider en parallèle le cadre qui reprendra la fonction d'ancrage. Cinq recommandations s'imposent : conditionner chaque élargissement des bandes à la consolidation du cadre monétaire plutôt qu'à un calendrier ; annoncer une cible d'inflation explicite, articulée autour d'une valeur centrale et d'une bande de tolérance et exprimée en indice des prix à la consommation ; élargir aux ménages la mesure des anticipations et l'intégrer à l'analyse de Bank Al-Maghrib ; consacrer et rendre visible l'indépendance de la banque centrale ; et organiser la coordination entre politique monétaire et politique budgétaire.

Introduction

Le régime de change d'une petite économie ouverte remplit deux fonctions : il absorbe une partie des chocs externes et il contribue à ancrer les prix intérieurs. Sous un change quasi fixe, ces deux fonctions sont assurées par le même instrument. Dès lors que la monnaie est autorisée à fluctuer plus librement, la seconde doit être transférée à la politique monétaire, sous la forme d'un objectif d'inflation crédible et compris des agents. C'est la transition que le Maroc a engagée en 2018 et qu'il s'apprête à franchir dans sa dimension proprement monétaire.

Ce transfert soulève une question empirique avant d'être une question institutionnelle : dans quelle mesure les variations du dirham se répercutent-elles aujourd'hui sur les prix payés par les ménages marocains ? La réponse conditionne le coût inflationniste d'un flottement plus ample. Elle appelle une nuance préalable : la stabilité observée des prix intérieurs ne saurait être attribuée au seul régime de change. Les mécanismes de compensation et l'administration d'une partie des prix, qui concerne encore une fraction significative du panier de l'indice des prix à la consommation, ont joué un rôle protecteur propre, indépendamment de la parité du dirham.¹ Toute lecture monocausale de cet ancrage serait donc trompeuse.

Ce Brief examine successivement le contexte de la réforme (section 3), le degré de transmission du change aux prix au Maroc et sa dépendance au mésalignement du dirham (section 4), les enseignements des transitions comparables (section 5), l'état d'avancement de la réforme marocaine (section 6), avant de formuler cinq recommandations (section 7).

01.

Un dirham plus flexible, une ancre à reconstruire

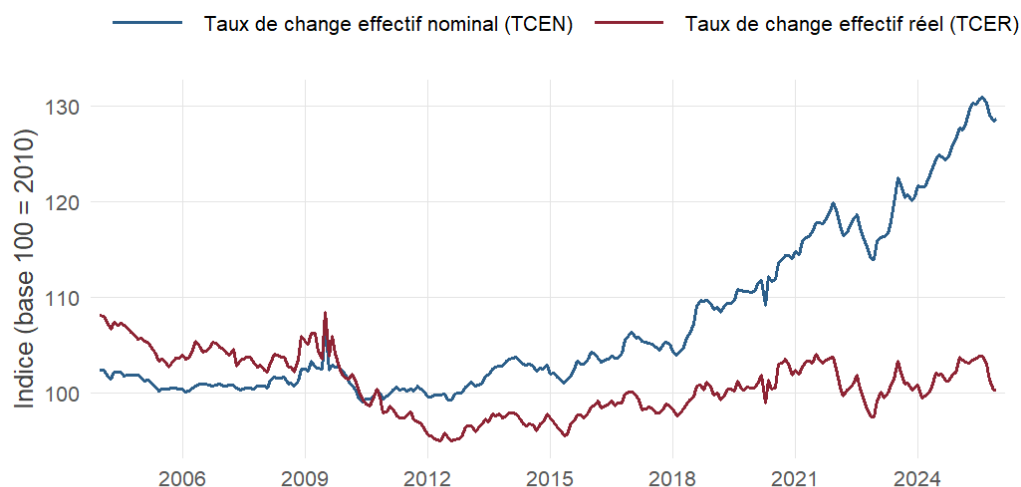
Le Maroc a engagé, en janvier 2018, une réforme longtemps préparée de son régime de change, en élargissant la bande de fluctuation du dirham de $\pm 0,3\%$ à $\pm 2,5\%$ autour d'un cours central défini par un panier composé à 60% d'euros et 40% de dollars. En mars 2020, cette bande a été portée à $\pm 5\%$.² Cette séquence poursuivait trois objectifs : doter l'économie d'un amortisseur face aux chocs externes, préserver la compétitivité sans recourir à des ajustements discrétionnaires, et préparer le terrain à un cadre de ciblage de l'inflation. Bank Al-Maghrib a accompagné ce mouvement en faisant évoluer progressivement son dispositif opérationnel et sa communication, tout en conservant une gestion encore active du flottement.

La Figure 1 retrace l'évolution du taux de change effectif du dirham sur deux décennies. Elle met en évidence un contraste instructif : alors que le taux effectif nominal s'apprécie nettement à partir de 2018, le taux effectif réel demeure remarquablement stable, oscillant dans une bande étroite autour de son niveau de référence. L'écart entre les deux séries traduit un différentiel d'inflation favorable au Maroc : des prix intérieurs plus modérés que ceux de ses partenaires ont absorbé l'appréciation nominale sans érosion de la compétitivité réelle. L'élargissement des bandes ne s'est donc pas traduit, à ce stade, par une dérive du change réel.

¹ Selon des estimations reprises par la littérature, les prix administrés représentent de l'ordre de 20 % du panier de l'indice des prix à la consommation au Maroc.

² Bank Al-Maghrib, « Réforme du régime de change », [bkam.ma](https://www.bkam.ma) ; élargissement de la bande à $\pm 5\%$ en mars 2020, autour d'un cours central adossé à un panier composé à 60 % d'euros et 40 % de dollars.

Figure 1 : Taux de change effectif nominal et réel du dirham, 2004-2025 (base 100 = 2010)



Source : FMI dataset.

Derrière la mécanique des bandes se joue un basculement de nature. Sous un régime de change quasi fixe, la parité ancre les prix : les biens importés varient peu en dirhams et l'inflation importée demeure contenue par construction. À mesure que le change se libère, cet ancrage s'estompe et doit être repris ailleurs. Dans les économies qui ont accompli cette transition, cette fonction a été assumée par la crédibilité de la banque centrale, structurée autour d'une cible d'inflation annoncée et tenue.

De là découle la question centrale du présent Brief : convient-il de poursuivre l'élargissement des bandes de fluctuation du dirham ? Si oui, quelles sont les conditions qui doivent être réunies pour que la stabilité des prix, désormais affranchie de la fixité du change, demeure préservée, et par quels instruments ?

02. Du change aux prix : une transmission aujourd'hui contenue, mais conditionnelle

2.1. Le *pass-through* : définition et portée

Le *pass-through* désigne le degré auquel la variation d'un coût en amont se répercute sur un prix en aval. Appliqué au change, il mesure la part d'une variation du taux de change transmise aux prix exprimés en monnaie locale. Une illustration simple : si le dirham se déprécie de 10 %, une transmission complète majorerait de 10 % le prix en dirhams d'un bien importé ; une transmission de 50 % ne le majorerait que de 5 %, le solde étant absorbé le long de la chaîne, principalement dans les marges des importateurs et des distributeurs.

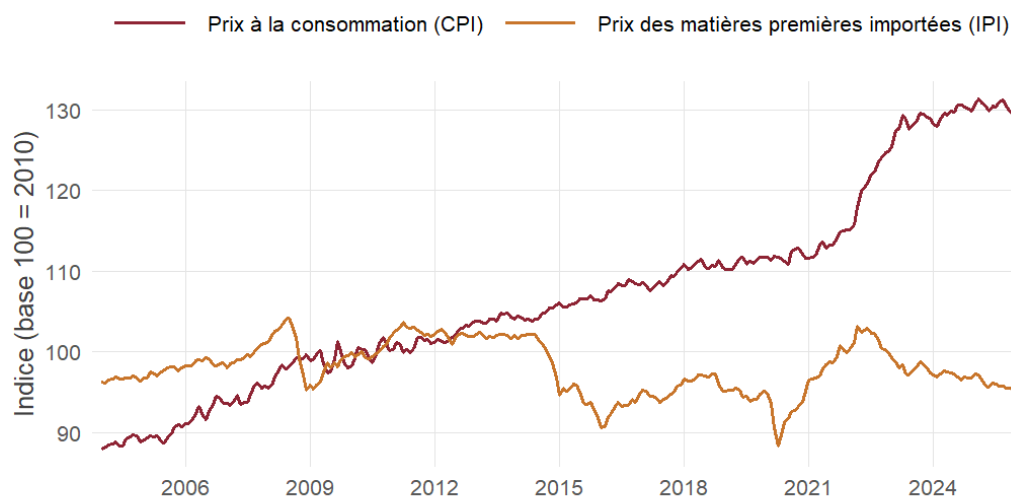
Pour une banque centrale, ce paramètre est déterminant à trois égards. Il conditionne, d'abord, le pouvoir stabilisateur du change : lorsque la transmission est forte, une dépréciation renchérit rapidement les produits importés et réoriente la demande vers l'offre domestique, de sorte que le taux de change absorbe une part du choc. Il engage, ensuite, directement la conduite de la

politique monétaire : face à une transmission élevée, la banque centrale doit réagir à chaque mouvement du change sous peine de manquer sa cible ; lorsqu'elle est faible, sa marge de manœuvre s'élargit. Il influence, enfin, les décisions des agents : les entreprises arbitrent en fonction du coût de leurs intrants importés, les ménages en fonction des prix finaux.

La transmission emprunte deux voies. La voie directe passe par les prix à l'import : une dépréciation renchérit en dirhams les biens de consommation importés, qui entrent immédiatement dans l'indice des prix, ainsi que les intrants et équipements, qui alourdissent les coûts de production avant de se diffuser aux prix de vente. La voie indirecte, plus lente, opère par les prix relatifs, les anticipations et la demande globale. Le poids respectif de ces canaux dépend de la place des biens importés dans l'économie, considérable au Maroc, dont l'approvisionnement énergétique est presque intégralement extérieur.

Les travaux consacrés au cas marocain convergent sur un point : la transmission du change aux prix y est incomplète, faible, et orientée à la baisse depuis la modernisation du cadre de politique monétaire ; ils relèvent également une réaction plus marquée des prix des biens échangeables que des biens non échangeables (Chatri, Maarouf et Ragbi, 2016 ; El Bouhadi et al., 2021).³ La structure des importations, le niveau d'inflation et le degré d'ouverture de l'économie figurent parmi les déterminants avancés de cette modération.

Figure 2 : Prix à la consommation et coût des matières premières importées, 2004-2025 (base 100 = 2010)



Source : FMI dataset.

2.2. Un seuil de mésalignement, une inflation peu réactive

Cette transmission est-elle stable, ou varie-t-elle selon l'état de l'économie ? L'hypothèse retenue ici est qu'elle dépend de l'écart du dirham à sa valeur d'équilibre, son mésalignement : une monnaie durablement sous-évaluée ou surévaluée ne place pas les importateurs dans la même configuration qu'une monnaie proche de son équilibre, et leurs comportements de

³ Chatri, A., Maarouf, A. et Ragbi, A. (2016), « Pass-through du taux de change aux prix au Maroc », MPRA Paper n° 71757 : les auteurs concluent, sur la base d'un modèle VAR structurel, à une transmission incomplète, faible et déclinante, plus marquée pour les biens échangeables que pour les non-échangeables. El Bouhadi, A., Benali, M. et al. (2021), « Exchange rate pass-through in Morocco: a structural VAR approach », *European Journal of Economic and Financial Research*.

fixation des prix peuvent s'en trouver modifiés.

Pour l'éprouver, la valeur d'équilibre du dirham a été estimée sur données mensuelles de 2004 à 2025 selon l'approche BEER, puis l'écart à cette valeur mesuré mois par mois.⁴ La Figure 3 en retrace la trajectoire : le mésalignement demeure contenu dans une fourchette d'environ $\pm 2\%$ la majeure partie de la période, avec deux épisodes de surévaluation plus prononcés, un pic ponctuel en 2009 et une phase soutenue en 2020-2021, la période récente basculant au contraire vers la sous-évaluation.

Deux résultats se dégagent de l'estimation. Le premier établit l'existence d'un seuil, situé autour de 1,6 % d'écart à l'équilibre.⁵ En deçà, l'économie évolue dans un régime de proximité à l'équilibre, observé environ 85 % du temps sur la période ; au-delà, elle bascule dans un régime de mésalignement marqué. La portée de ce résultat mérite d'être explicitée. Il indique que le dirham ne s'éloigne pas de sa valeur d'équilibre de manière graduelle et continue, mais que l'économie connaît deux états distincts, séparés par une frontière identifiable statistiquement. Deux implications en découlent pour la conduite de la politique monétaire. D'une part, la prédominance du régime de proximité, quatre mois sur cinq, atteste qu'un régime de change encore encadré n'a pas laissé la monnaie dériver durablement : la marge de manœuvre existe pour élargir le flottement. D'autre part, l'existence même d'un seuil signifie que le comportement de l'économie peut changer de nature au-delà d'un certain écart, ce qui justifie de suivre le mésalignement comme un indicateur de vigilance à part entière, et non comme une simple statistique descriptive.

Le second résultat est plus contre-intuitif, et il structure la suite du raisonnement : même dans le régime de mésalignement marqué, la transmission du change aux prix à la consommation demeure faible. Que le dirham soit surévalué ou sous-évalué, l'effet d'une variation du change sur l'inflation globale reste modeste, et l'écart entre les deux configurations n'est pas statistiquement significatif. Vu depuis l'indice d'ensemble, le change apparaît ainsi presque sans effet. Ce constat rejoint celui établi pour la Colombie, économie en régime de change flottant et en ciblage d'inflation depuis les années 2000, où la transmission, forte au stade des prix à l'import, se dilue le long de la chaîne de distribution pour ne plus représenter que 13 à 21 % au niveau des prix à la consommation.⁶

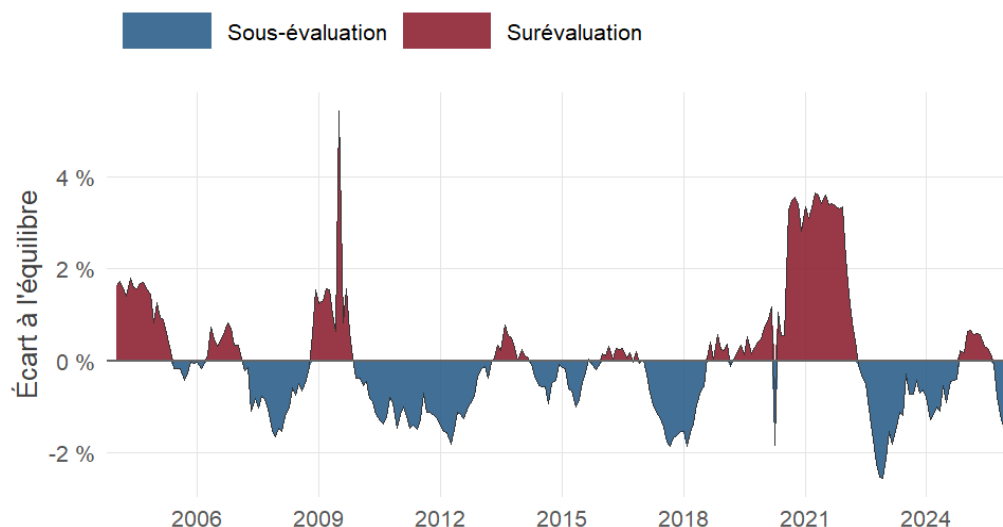
Ce résultat agrégé n'autorise pourtant pas à conclure qu'un flottement plus ample serait sans risque pour les prix. Une moyenne peut recouvrir des situations sectorielles très contrastées, ainsi que l'établit le cas des carburants.

⁴ Voir l'annexe méthodologique pour le détail de l'estimation.

⁵ Seuil estimé par recherche sur grille dans le cadre du modèle TVAR ; voir l'annexe méthodologique.

⁶ Rincón-Castro, H. et Rodríguez-Niño, N. (2018), « Nonlinear state and shock dependence of exchange rate pass-through on prices », BIS Working Papers n° 690, Banque des règlements internationaux.

Figure 3 : Mésalignement du taux de change réel du dirham, 2004-2025



Source : calculs de l'auteur. Une valeur positive indique une surévaluation.

Encadré 1 — Le secteur des carburants : une transmission asymétrique

Le secteur des carburants réunit les conditions d'une transmission forte : un produit intégralement importé et facturé en devises depuis l'arrêt de la raffinerie de la Samir en 2015, une demande peu élastique au prix, et une offre concentrée. Neuf sociétés de distribution réalisent environ 90 % des importations de gasoil et d'essence, 83 % des volumes vendus, et détiennent 81 % des capacités nationales de stockage.⁷

Résultat clé

En régime de sous-évaluation du dirham, l'asymétrie de transmission du coût d'importation aux prix atteint +0,34.

Les hausses du coût d'importation se répercutent sur les prix ; les baisses ne sont pas rétrocedées dans les mêmes proportions. Cette asymétrie est significative au seuil de 5 %, robuste à différentes longueurs de retard, et s'estompe au niveau agrégé.⁸

Les travaux du Conseil de la concurrence documentent le même mécanisme à partir de données comptables d'entreprises, inaccessibles à l'analyse économétrique. Le Conseil relève une logique de « rattrapage entre les périodes de hausse et de baisse », les opérateurs écoulant d'abord, lorsque les cours reculent, les stocks acquis à prix élevés.⁹ Deux méthodes indépendantes convergent ainsi vers un même diagnostic.

⁷ Conseil de la concurrence, *Reporting relatif au suivi des engagements des sociétés de distribution en gros du gasoil et de l'essence*, données 2023, conseil-concurrence.ma.

⁸ Le coefficient rapporté correspond à la différence entre la transmission cumulée des hausses du coût d'importation et celle des baisses, estimée en régime de sous-évaluation du dirham. Il s'interprète comme un écart de transmission, non comme une élasticité : une valeur nulle traduirait une symétrie parfaite entre hausses et baisses. Voir l'annexe méthodologique pour la construction de la variable de coût et les tests de robustesse.

⁹ *Ibid.* : le Conseil relève « une logique de rattrapage entre les périodes de hausse et de baisse », attribuée notamment à l'effet de stock. Voir également l'avis n° A/3/22 du 31 août 2022 relatif à la flambée des prix des intrants et matières premières, cas des carburants.

Cette observation ne plaide pas pour une politique de change au service d'un secteur : le change agit sur l'ensemble de l'économie, et la correction d'un marché particulier ne relève pas de ses attributions. Elle établit, en revanche, qu'une transmission faible en moyenne peut coexister avec des segments où elle demeure vive, dont la surveillance s'imposera à mesure que le flottement s'élargira. Le Conseil de la concurrence exerce d'ailleurs un tel suivi depuis 2024, dans le cadre des accords conclus avec les opérateurs, sous lequel la rétrocession des baisses de coûts s'est nettement améliorée.¹⁰

Le diagnostic d'ensemble peut dès lors être formulé de la manière suivante. La transmission du change aux prix est aujourd'hui contenue au Maroc, mais rien n'établit qu'elle le demeurerait indépendamment du cadre qui la soutient. La littérature comparative est explicite sur ce point : le *pass-through* est faible dans les environnements de basse inflation dotés d'une politique monétaire crédible, et il s'élève lorsque cette crédibilité fait défaut.¹¹ La modération actuelle constitue donc un résultat de politique économique, non une donnée structurelle. La question devient alors celle de la consolidation de ce cadre pendant que le change se libère.

03. Cible, indice, anticipations : les enseignements des transitions comparables

Plusieurs économies émergentes ont accompli, au cours des vingt-cinq dernières années, la trajectoire que le Maroc a entamée : la sortie d'un change administré vers un régime de change flottant encadré par une cible d'inflation. Leurs expériences, réussies ou manquées, délimitent les conditions du succès.

Parmi les réussites, le Chili offre le cas le plus documenté : une inflation d'environ 20 % au début des années 1990, ramenée autour de 3 % après l'adoption d'un ciblage d'inflation pleinement assumé en 1999, conduit de pair avec la libéralisation progressive du peso.¹² La République tchèque, pionnière de sa région dès 1998, et la Pologne, qui annonce son ciblage la même année avant d'abolir son ancrage glissant en 2001, ont suivi des trajectoires comparables : abandon graduel de l'ancrage de change, adoption d'une cible d'inflation devenue le seul repère nominal de l'économie, et construction patiente de la crédibilité.¹³ À l'inverse, la Turquie constitue le contre-exemple le plus instructif : économie fortement dépendante de ses importations énergétiques, elle présente l'un des degrés de transmission les plus élevés des marchés émergents, et l'affaiblissement de l'indépendance de sa banque centrale a nourri une inflation qui a culminé à plus de 85 % en octobre 2022.¹⁴ L'Égypte, au fil de dévaluations répétées entre 2016 et 2024, illustre le même enchaînement : chaque décrochage de la livre a alimenté des poussées inflationnistes et un désancrage des anticipations.¹⁵

¹⁰ Conseil de la concurrence, reportings trimestriels 2024-2025.

¹¹ Edwards, S. (2006), « The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited », NBER Working Paper n° 12163.

¹² Banque centrale du Chili ; cible actuelle de 3 % assortie d'une bande de ± 1 point de pourcentage.

¹³ Jonas, J. et Mishkin, F. (2003), « Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects », NBER Working Paper n° 9667.

¹⁴ Pic d'inflation de 85,4 % en octobre 2022 (données TÜİK).

¹⁵ Dévaluations de novembre 2016, mars et octobre 2022, janvier 2023, puis flottement de mars 2024 ; inflation annuelle de l'ordre de 35 % en 2023, son plus haut niveau depuis plusieurs décennies.

Ce qui distingue ces trajectoires n'est pas le rythme d'élargissement des bandes, mais la solidité du dispositif monétaire qui accompagne le mouvement, et en son cœur l'indépendance et la crédibilité de la banque centrale. Trois enseignements opérationnels s'en dégagent.

La forme de la cible : ni valeur isolée ni fourchette sans centre. Aucune des transitions réussies n'a retenu un chiffre unique et rigide, ni une fourchette large dépourvue de point de mire. Toutes ont convergé vers une formule intermédiaire : une valeur centrale (3 % au Chili, 2 % en République tchèque, 2,5 % en Pologne) assortie d'une bande de tolérance d'un point de pourcentage de part et d'autre.¹⁶ La valeur centrale fixe les anticipations sur un repère précis ; la bande évite qu'un choc temporaire, tel qu'une flambée des cours pétroliers ou une mauvaise campagne agricole, ne soit interprété comme un échec de la politique monétaire.

L'indice de référence : l'IPC, pour son intelligibilité. La cible est presque partout libellée en indice des prix à la consommation. Une mesure d'inflation sous-jacente, expurgée des composantes les plus volatiles, serait plus stable et plus commode à piloter, mais elle présente un inconvénient dirimant pour l'ancrage : le public ne la suit pas. L'IPC correspond à l'inflation telle que les ménages l'éprouvent, et la banque centrale polonaise justifie explicitement son choix par l'enracinement de cet indice dans la perception commune de la hausse des prix.¹⁷ La pratique dominante consiste donc à afficher la cible en IPC tout en conservant l'inflation sous-jacente comme instrument d'analyse interne.

L'ancrage des anticipations, condition de tout le reste. Une cible d'inflation ne produit ses effets que si les agents la tiennent pour crédible et fixent prix et salaires en conséquence. Encore faut-il connaître leurs anticipations. Or, le dispositif d'enquête actuel éclaire principalement les entreprises et les prévisionnistes, en laissant les ménages hors du champ, alors que leurs anticipations pèsent sur les négociations salariales et la consommation, et qu'elles se forment sur les prix les plus visibles, alimentation et carburants, notamment, c'est-à-dire précisément là où la transmission est la plus rapide.

04. Où en est la réforme aujourd'hui ?

La première phase de la flexibilisation est achevée et jugée concluante par la banque centrale. Le marché interbancaire des changes fonctionne désormais sans intervention de Bank Al-Maghrib, avec des positions longues et courtes, ce que le wali a présenté en septembre 2025 comme une avancée satisfaisante. La deuxième phase, qui consisterait à abandonner l'ancrage au panier de devises pour laisser le marché déterminer librement la valeur externe du dirham, demeure en revanche différée : le tissu économique, et singulièrement les très petites entreprises, n'est pas jugé prêt à en absorber les implications. Un compromis a été trouvé avec le Fonds monétaire international (FMI), qui plaide pour un rythme plus soutenu : le Maroc progressera vers le ciblage d'inflation sans accélérer, dans l'immédiat, la libéralisation du change.¹⁸

Le volet monétaire de la réforme, lui, est désormais calendé. Bank Al-Maghrib a engagé dès juillet 2025 les travaux techniques et la formation des équipes. L'année 2026 constituera une

¹⁶ Banque nationale tchèque : 2 % $\pm$ 1 point ; Narodowy Bank Polski : 2,5 % $\pm$ 1 point ; Banque centrale du Chili : 3 % $\pm$ 1 point.

¹⁷ Jonas et Mishkin (2003), op. cit.

¹⁸ Déclarations du wali de Bank Al-Maghrib à l'issue de la réunion trimestrielle du Conseil du 23 septembre 2025.

phase pilote, durant laquelle la banque centrale appliquera en parallèle le cadre actuel et la méthodologie de ciblage d'inflation afin d'en évaluer la compatibilité, avec l'appui technique du FMI, de la Banque mondiale (BM) et de banques centrales partenaires. L'application effective interviendra graduellement à partir de 2027.¹⁹ Le wali a par ailleurs identifié le principal verrou : la disponibilité et la granularité de la statistique nationale, dont la fréquence insuffisante ne permet pas, à ce stade, de resserrer le rythme des réunions du Conseil au-delà du format trimestriel actuel. C'est dans cette fenêtre, celle d'une inflation basse et d'un cadre en construction, que s'inscrivent les recommandations qui suivent.

05. Recommandations

Le diagnostic établi dans ce Brief inverse l'ordre habituel du raisonnement. La transmission du change aux prix est faible au Maroc non pas indépendamment du cadre monétaire, mais grâce à lui : c'est la crédibilité de la politique monétaire et la modération de l'inflation qui la contiennent. La flexibilisation ne produit donc pas les conditions de sa propre réussite ; elle en consomme le capital. Les recommandations qui suivent visent à reconstituer, au rythme du flottement, l'ancrage que la fixité du change assurait jusqu'ici.

- 1. Subordonner chaque élargissement des bandes à la consolidation du cadre monétaire, plutôt qu'à un calendrier.** L'estimation présentée en section 4 montre que la transmission demeure contenue tant que l'économie reste proche de son équilibre et l'inflation ancrée, configuration observée quatre mois sur cinq mais qui ne procède d'aucun automatisme. Élargir la bande plus vite que ne se consolide la crédibilité reviendrait à retirer l'ancienne ancre avant d'avoir fixé la nouvelle. La prudence affichée par Bank Al-Maghrib sur la deuxième phase du change va dans ce sens ; elle gagnerait à être formalisée en critères vérifiables et rendus publics : stabilité des anticipations, inflation contenue dans une fourchette étroite, profondeur du marché interbancaire, niveau des réserves.
- 2. Annoncer une cible d'inflation chiffrée, articulée autour d'une valeur centrale et d'une bande de tolérance, exprimée en IPC.** La phase pilote de 2026 offre la fenêtre appropriée pour arrêter ces paramètres. L'expérience des transitions réussies plaide pour une valeur centrale assortie d'une marge d'environ un point de part et d'autre, plutôt que pour un objectif rigide ou une fourchette sans point focal : la première ancre les anticipations, la seconde absorbe les chocs que le présent diagnostic identifie comme la source principale des tensions de prix, à savoir l'énergie et les produits importés. L'IPC s'impose comme indice affiché, l'inflation sous-jacente conservant une fonction de pilotage interne.
- 3. Élargir la mesure des anticipations aux ménages et l'intégrer explicitement à l'analyse de Bank Al-Maghrib.** L'ancrage des anticipations constitue le mécanisme dont dépend l'ensemble du dispositif ; or on ne pilote pas ce que l'on n'observe pas. Cette recommandation rejoint le constat formulé par la banque centrale elle-même, qui identifie la qualité et la granularité de la statistique nationale comme le principal verrou de la transition. L'extension de l'enquête d'anticipations aux ménages, dont

¹⁹ Déclarations du wali de Bank Al-Maghrib à l'issue de la quatrième réunion trimestrielle du Conseil, 16 décembre 2025 : lancement d'une phase pilote du ciblage d'inflation en 2026, avec application effective graduelle à partir de 2027.

les prévisions se forment sur les prix les plus visibles, en constitue l'un des chantiers les moins coûteux et les plus directement utiles.

4. **Consacrer et rendre visible l'indépendance de Bank Al-Maghrib.** Les trajectoires turque et égyptienne établissent que la transmission du change aux prix s'élève précisément là où l'indépendance de la banque centrale est entamée. La conclusion opérationnelle est double. Sur le plan institutionnel, les garanties statutaires d'indépendance doivent être maintenues et, le cas échéant, renforcées à l'occasion du passage au ciblage d'inflation. Sur le plan de la communication, la transparence constitue l'instrument même de l'ancrage : publication régulière des prévisions d'inflation, explication des écarts à la cible, clarté sur la logique des décisions. Une communication lisible et régulière réduit l'incertitude des agents sur la trajectoire des prix, et facilite d'autant l'ancrage des anticipations.
5. **Organiser la coordination entre politique monétaire et politique budgétaire.** Un ciblage d'inflation ne fonctionne pas en vase clos. Deux canaux imposent une articulation explicite entre Bank Al-Maghrib et le ministère de l'Économie et des Finances. Le premier tient aux prix administrés et à la compensation, qui influencent directement l'indice cible : leurs ajustements doivent être anticipés et intégrés à la trajectoire d'inflation, sous peine de faire porter à la politique monétaire la responsabilité de mouvements de prix qu'elle ne contrôle pas. Le second tient à la trajectoire des finances publiques : la crédibilité d'une cible d'inflation suppose que la politique budgétaire n'en compromette pas la réalisation. Un cadre de dialogue formalisé, distinct de toute subordination de la banque centrale, constituerait le complément naturel de la réforme.

06. Conclusion

La flexibilisation du dirham ne constitue pas une fin en soi. Elle opère un transfert : la fonction d'ancrage des prix, jusqu'ici assurée par la fixité du taux de change, doit être reprise par la politique monétaire, au moyen d'une cible d'inflation explicite et crédible. L'analyse conduite ici suggère que ce transfert est aujourd'hui soutenable : la transmission du change aux prix est contenue, et l'inflation faiblement réactive aux mouvements du dirham.

Cette conclusion appelle toutefois deux réserves. La première tient à la nature du résultat : la modération observée est le produit d'un cadre, non un acquis structurel, et des tensions localisées, comme dans le secteur des carburants, rappellent qu'elle n'est pas uniforme. La seconde tient aux limites de l'exercice. Les estimations présentées reposent sur une valeur d'équilibre du dirham qui demeure une construction économétrique, sensible au choix des fondamentaux retenus ; elles décrivent un passé marqué par un flottement encore encadré, et rien n'assure que les élasticités estimées demeureront inchangées sous un régime sensiblement plus libre. Elles s'inscrivent, enfin, dans un environnement international dont l'incertitude, en matière de prix de l'énergie comme de conditions financières, ne peut être escamotée.

Ces réserves ne remettent pas en cause l'orientation, mais elles en précisent l'exigence : la fenêtre actuelle, celle d'une inflation basse et d'une crédibilité intacte, est propice à la construction du dispositif qui permettra au dirham de flotter plus librement sans que le coût en soit supporté par les prix.

Annexe méthodologique

Estimation du taux de change d'équilibre (approche BEER). La valeur d'équilibre du dirham est estimée selon l'approche *Behavioural Equilibrium Exchange Rate*, qui rattache le taux de change réel d'équilibre à un ensemble de fondamentaux macroéconomiques. L'estimation porte sur des données mensuelles couvrant la période de février 2004 à décembre 2025. Quatre fondamentaux sont retenus : les termes de l'échange des matières premières, les réserves de change hors or, les transferts des Marocains résidant à l'étranger, et un ratio de productivité destiné à capter l'effet Balassa-Samuelson. Le mésalignement est défini comme l'écart entre le taux de change réel observé et sa valeur d'équilibre estimée ; il est stationnaire sur la période, ce que confirment les tests usuels de racine unitaire.

Test de non-linéarité et estimation du seuil (modèle TVAR). La non-linéarité de la transmission est testée au moyen d'un modèle vectoriel autorégressif à seuil, dans lequel le mésalignement issu de l'estimation BEER, pris en valeur absolue, sert de variable de transition entre régimes. Le test de linéarité rejette l'hypothèse d'un comportement linéaire du système. Le seuil est estimé par recherche sur grille, en retenant la valeur qui minimise le déterminant de la matrice de covariance des résidus, les 15 % de valeurs extrêmes de la distribution étant écartés afin de garantir un nombre suffisant d'observations dans chaque régime. La stabilité du système est vérifiée régime par régime. Un intervalle de confiance approché est construit par inversion du rapport de vraisemblance.

Asymétrie de la transmission du coût d'importation. Le coût d'importation est défini comme la variation de l'indice des prix des matières premières importées, corrigée de la variation du taux de change effectif nominal, de sorte qu'il s'élève lorsque les cours mondiaux augmentent ou que le dirham se déprécie. Les hausses et les baisses de ce coût sont introduites séparément dans une régression de l'inflation, avec retards, contrôles et interaction avec le régime de mésalignement. Le coefficient d'asymétrie rapporté correspond à la différence entre la transmission cumulée des hausses et celle des baisses. Les écarts-types sont corrigés de l'autocorrélation et de l'hétéroscédasticité. La significativité de l'asymétrie est éprouvée par un test de restriction linéaire, et sa robustesse vérifiée sur plusieurs longueurs de retard et définitions alternatives du régime.

Références

- Bank Al-Maghrib, « Réforme du régime de change » et *Rapports sur la politique monétaire*, bkam.ma.
- Chatri, A., Maarouf, A. et Ragbi, A. (2016). « Pass-through du taux de change aux prix au Maroc ». MPRA Paper n° 71757.
- Conseil de la concurrence (Maroc). Avis n° A/3/22 du 31 août 2022 ; *Reportings de suivi des engagements des sociétés de distribution en gros du gasoil et de l'essence, 2024-2025*.
- Devereux, M. B., Dong, W. et Tomlin, B. (2015). *Exchange Rate Pass-Through, Currency of Invoicing and Market Share*.
- Edwards, S. (2006). « The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited ». NBER Working Paper n° 12163.
- El Bouhadi, A., Benali, M. et al. (2021). « Exchange rate pass-through in Morocco: a structural VAR approach ». *European Journal of Economic and Financial Research*.
- Jonas, J. et Mishkin, F. (2003). « Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects ». NBER Working Paper n° 9667.
- Rincón-Castro, H. et Rodríguez-Niño, N. (2018). « Nonlinear state and shock dependence of exchange rate pass-through on prices ». BIS Working Papers n° 690.



Youth Policy Center