



POLICY BRIEF

PB 20 - 53
Juin 2020

LA MONNAIE HÉLICOPTÈRE AURAIT-ELLE SON MOT À DIRE DANS LA CRISE DE LA COVID-19 ?

Par Karim EL MOKRI

La monnaie hélicoptère aurait-elle son mot à dire dans la crise de la Covid-19 ?

Par Karim EL MOKRI

Résumé

La pandémie actuelle a frappé de plein fouet l'ensemble des pays, avec des répercussions très lourdes à tous les niveaux. Au plan économique, et face à l'ampleur des dégâts, les Etats ont vite réagi en puisant dans leurs boîtes à outils disponibles. Toutefois, contrairement à 2008, les marges de manœuvre actuelles sont beaucoup plus réduites et de nombreux Etats n'ont d'autre choix que de s'endetter massivement pour faire face aux effets de la pandémie. Pour un pays, comme le Maroc, une telle situation devrait amener les autorités concernées à étudier toutes les solutions possibles qui pourraient aider le pays à limiter le recours à l'endettement extérieur. La monnaie hélicoptère, qui revient en force dans les débats récents, constitue un instrument potentiel dont il conviendrait d'étudier la faisabilité. Son utilisation est, toutefois, loin d'être une décision facile à prendre, en l'absence d'expériences pratiques au niveau international, même si certaines mesures, prises récemment par certains pays, peuvent laisser croire qu'il s'agit de monnaie hélicoptère. Dans ce Policy Brief, nous abordons les avantages potentiels de ce concept, mais attirons, aussi, l'attention sur l'ampleur des risques qu'il comporte. Nous montrons, également, que si le Maroc venait à adopter, hypothétiquement cet instrument, certains prérequis doivent nécessairement être mis en place pour en limiter les externalités négatives potentielles qui peuvent être déstabilisantes.

I. L'hélicoptère monétaire a 51 ans mais n'a jamais quitté l'école...

La monnaie hélicoptère ou l'hélicoptère monétaire est un concept qui date de 1969. Il a été évoqué, pour la première fois, par l'économiste Milton Friedman dans son ouvrage « The Optimum Quantity of Money »¹. A l'origine, l'idée générale de ce concept est que la Banque centrale crée de la monnaie pour la distribuer, ensuite, directement et gratuitement, aux ménages. Il ne s'agit, donc, pas d'un instrument de dette, mais plutôt d'une distribution de monnaie sans contrepartie, visant à relancer la demande. Par la suite, d'autres variantes du concept de la monnaie hélicoptère ont vu le jour, sans pour autant en altérer l'idée de base.

L'hélicoptère monétaire est resté depuis son apparition un concept théorique, faisant, la plupart du temps, l'objet de débats entre spécialistes, sans jamais être appliqué dans la pratique.

1. Friedman M. (2006) [1969], The Optimum Quantity of Money : And Other Essays, New Jersey : Transaction Publishers.

Les mesures proposées dans certains pays, notamment aux Etats-Unis, récemment, ne correspondent pas au concept de l'hélicoptère monétaire, puisqu'il s'agit de mesures qui passent par le budget de l'Etat et, non pas, à travers la Banque centrale.

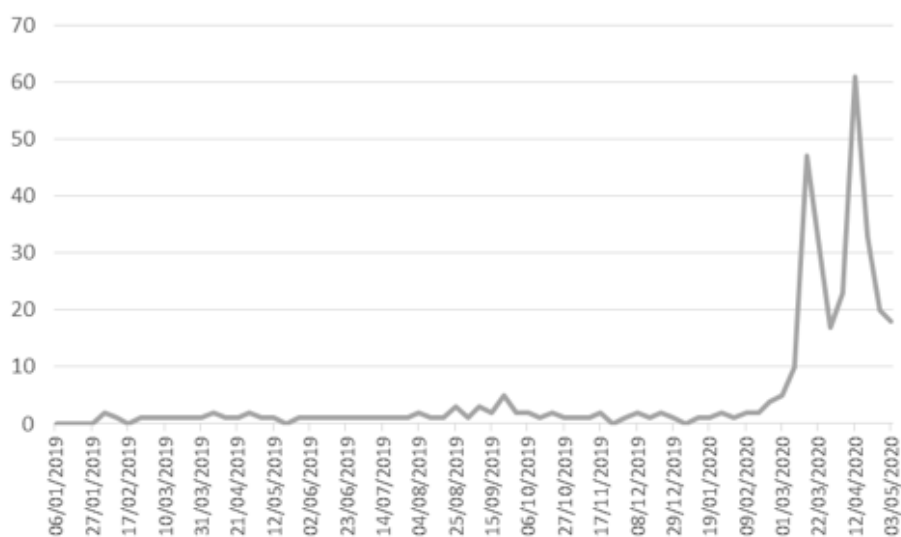
L'hélicoptère monétaire n'est pas, non plus, à confondre avec le concept du revenu universel de base. S'ils peuvent, à première vue, paraître similaires, il n'en demeure pas moins que les deux instruments diffèrent, aussi bien dans la forme que dans la finalité. Sur la forme, le revenu universel de base passe directement par le budget de l'Etat, alors que la distribution de la monnaie hélicoptère est basée, plutôt, sur la création monétaire par la Banque centrale. Quant aux différences en termes d'objectifs, la monnaie hélicoptère est, avant tout, un instrument temporaire utilisable pour des objectifs de relance économique à court terme. En revanche, le revenu universel de base a une vocation plutôt sociale et un caractère permanent, puisque ses justificatifs ont généralement trait à des aspects non pas conjoncturels, mais plutôt structurels, tels que la nécessité de contrecarrer les effets de l'automatisation sur l'emploi ou ceux de la baisse de la part du revenu du travail dans la valeur ajoutée ou, encore, l'objectif de réduire la pauvreté et la vulnérabilité des populations. Par conséquent, asseoir un revenu universel de base temporaire qui ne serait activé qu'en période de crise, ne lui permettrait pas de répondre convenablement aux objectifs structurels cités ci-haut. Cependant, ceci n'empêche pas le fait que l'acceptabilité du mécanisme du revenu universel de base pourrait profiter énormément d'une implémentation réussie de la monnaie hélicoptère à l'heure actuelle, les deux concepts n'étant en aucun cas mutuellement exclusifs.

Après avoir délimité le concept de la monnaie hélicoptère, il convient de revenir sur le contexte de sa résurgence récente. Au cours de ces dernières années, il y a eu de nombreuses critiques qui remettent en cause l'efficacité des politiques monétaires durant les crises récentes, en l'occurrence les mesures non-conventionnelles, telles que le quantitative-easing. Ces questionnements ont été à l'origine de la multiplication des appels à la mise en place de nouveaux instruments plus efficaces.

La monnaie-hélicoptère figure, justement, parmi les concepts qui ont connu un regain d'intérêt depuis 2016, un intérêt qui aurait atteint son pic au cours de ces derniers mois, avec l'installation de la crise de la Covid-19 à l'échelle mondiale.

En dépit de ce regain d'intérêt, la question de la faisabilité d'un tel mécanisme est loin d'être tranchée. Le débat actuel sur le concept de l'hélicoptère monétaire entre, d'une part, ses fervents défenseurs, qui y voient la solution miracle dans le contexte actuel et, d'autre part, ceux qui mettent en avant ses effets indésirables potentiels, crée une ambiguïté et ne facilite pas la tâche aux décideurs, en particulier les banques centrales, pour faire le premier pas.

Graphique 1. Indicateur de l'intérêt porté à la « Helicopter money » en tant que thème de recherche sur le moteur Google



Source : Elaboré sur la base des données de Google Trends

II. Quels sont les avantages comparatifs de l'hélicoptère monétaire ?

Certes, l'hélicoptère monétaire n'a jamais encore été mis en œuvre sous sa forme standard. Néanmoins, ceci n'empêche pas le fait qu'il puisse avoir des avantages potentiels qui peuvent faire la différence en temps de crise :

- En premier lieu, l'hélicoptère monétaire suppose une distribution directe de sommes de monnaie créées par la Banque centrale vers les bénéficiaires, en l'occurrence les ménages, sans engager des dépenses additionnelles à partir du budget de l'Etat. Par conséquent, cet instrument permettrait de supporter une part de l'effort de relance, tout en ralentissant le rythme d'augmentation de la dette du trésor. Il s'agit, faut-il le souligner, d'un avantage de taille dans une période de crise comme celle de la Covid-19 où la plupart des pays semblent être contraints à augmenter leur recours à l'endettement.
- Le deuxième avantage de l'hélicoptère monétaire réside dans sa capacité potentielle à financer directement le secteur réel, contournant, ainsi, la longueur des délais de transmission de la politique monétaire. Les décisions de politique monétaire (par exemple, une baisse du taux directeur ou, encore, l'élargissement du collatéral éligible pour le refinancement des banques) ne sont répercutées sur la croissance et l'inflation qu'après un certain délai qui peut durer plusieurs trimestres. Or, la crise actuelle requiert des mesures urgentes avec un impact immédiat sur l'activité réelle, d'où l'adaptabilité de la monnaie hélicoptère qui est une approche beaucoup plus directe.
- Au-delà de la lenteur des mécanismes de transmission de la politique monétaire, c'est plutôt leur efficacité qui pose problème. Cette dernière est de plus en plus remise en cause, un peu partout dans le monde. Une baisse du taux directeur permettrait, au

meilleur des cas, de réduire les autres taux, notamment les taux débiteurs. Or, dans un contexte de crise, cette baisse est loin d'être suffisante, surtout lorsque les ménages et les entreprises sont déjà très endettés et, donc, n'ont plus de marges pour contracter de nouveaux crédits, même après une baisse des taux. En outre, dans un contexte de confinement, de restriction des activités et de chute brutale de la demande étrangère, une réduction des taux d'intérêt serait de faible impact puisque tout simplement, la demande n'est pas encore au rendez-vous. Dans le même ordre d'idées, dans la conjoncture actuelle, le risque de défaut des emprunteurs est tellement élevé que même avec les instruments de garantie de l'Etat, l'offre de crédit pourrait ne pas réagir mécaniquement à une baisse des taux d'intérêt.

- Dans le même sens, les mesures dites non-conventionnelles de type quantitative easing, à travers des programmes d'achats massifs de titres sur le marché financier par la Banque centrale, ne garantissent pas une reprise de l'activité économique. L'expérience de la crise de 2008 a montré que ces mesures n'ont pas profité au secteur productif. Elles auraient, plutôt, gonflé les bilans des banques centrales, engendré des injections importantes de liquidités dans le système bancaire et causé des bulles au niveau des marchés des actifs. C'est pour ces raisons que la monnaie hélicoptère semble plus adaptée dans le contexte actuel, dans la mesure où elle peut réorienter les liquidités directement vers le secteur réel, sans être pénalisée par le manque d'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire.
- Un autre apport potentiel de la monnaie hélicoptère, qui n'est pas des moindres, serait sa capacité à dépasser l'effet pénalisant de l'équivalence « ricardienne » que peut engendrer une politique de relance budgétaire². Derrière ce concept complexe en apparence (D. Ricardo, 1821, Buchanan, 1976), se cache un principe relativement simple. En effet, dans le contexte actuel, une politique de relance budgétaire agressive est incontournable, l'objectif étant de stimuler la demande, en lâchant du lest pour le déficit et l'endettement publics.

Toutefois, l'efficacité d'une telle politique pourrait être réduite à cause du comportement des agents économiques qui peuvent anticiper, à l'avenir, une hausse des impôts pour compenser le creusement actuel du déficit, ce qui les conduirait à épargner davantage, par précaution, au lieu de dépenser et stimuler la croissance. L'hélicoptère monétaire, pour sa part, pourrait permettre de dépasser le problème d'équivalence ricardienne dans la mesure où l'effort de relance ne passe pas par un creusement du déficit budgétaire et les agents économiques n'auraient aucune raison d'anticiper une hausse future de l'impôt qui pourrait les amener à freiner leurs dépenses et rompre la relance.

III. Dans la pratique, l'hélicoptère monétaire pourrait prendre plusieurs formes

Dans la littérature économique sur le sujet, l'hélicoptère monétaire pourrait prendre au moins trois formes distinctes. La première forme, appelée « Helicopter drop », via laquelle la Banque centrale transfère de la monnaie directement, gratuitement et de

2. M. Kasongo Kashama (2016), Helicopter money and debt-financed fiscal stimulus: one and the same thing? - NBB Economic Review.

façon définitive aux ménages. La deuxième option consiste à ce que la Banque centrale transfère directement vers le compte du trésor auprès d'elle, et sans contrepartie, de la monnaie centrale. Cet argent permettra au trésor de financer des mesures de relance en période de crise. La troisième forme, quant à elle, consiste à annuler totalement ou partiellement, et de manière exceptionnelle uniquement, la dette du trésor détenue par la Banque centrale sous forme de bons de trésor. Cela permettrait à l'Etat de dégager de l'espace budgétaire pour la relance, tout en évitant un gonflement de la dette du trésor et en préservant sa soutenabilité vis-à-vis des marchés financiers (J. Couppey-Soubeyran, 2020)³. Ces trois configurations se traduisent par une contraction des fonds propres de la Banque centrale, et ce afin d'équilibrer le bilan de l'institut d'émission.

IV. Les limites : Les promesses de l'Hélicoptère monnaie ne sont pas sans risque

Il n'est guère surprenant de constater les multiples critiques formulées à l'égard de l'hélicoptère monétaire, en particulier par rapport à ses deux formes qui visent la monétisation temporaire de la dette du trésor ou bien l'annulation partielle ou totale de la dette du trésor détenues par la Banque centrale.

La raison est d'abord « éthique », puisque ce nouvel instrument va à l'encontre du courant dominant défenseur de l'orthodoxie monétaire et enfreint les règles de l'indépendance de la Banque centrale, devenue une « religion » sur laquelle s'aligne la plupart des banques centrales depuis des années.

Certes, le risque est de taille. Cependant, dans des cas extrêmes, comme la crise de la Covid-19, ne serait-il pas envisageable de dévier momentanément par rapport à la règle ? En fin de compte, l'objectif n'est autre que de financer la relance et la création d'emploi, sans porter atteinte à la souveraineté des Etats dans une période de course effrénée à l'endettement public, dont les conséquences à terme demeurent incertaines. En outre, les déviations par rapport à la règle, engendrées par la monnaie hélicoptère, ne seraient que temporaires, le temps que la relance porte ses fruits en termes de croissance et de génération d'emploi. Par la suite, la monnaie hélicoptère pourra être désactivée.

La deuxième limite réside dans l'effet potentiel négatif de l'hélicoptère monétaire sur la crédibilité de la Banque centrale qui se retrouverait avec des fonds propres négatifs, ce qui risquerait, par conséquent, de donner des signaux déstabilisateurs aux marchés. En effet, la monnaie hélicoptère distribuée par la Banque centrale est inscrite dans le passif du bilan de celle-ci. Néanmoins, puisqu'elle n'est pas remboursée par les bénéficiaires, elle n'a donc pas de contrepartie au niveau de l'actif du bilan de la Banque centrale. Par conséquent, et pour maintenir un bilan équilibré au niveau comptable, ces sorties sont financées par les fonds propres de la Banque centrale qui subissent ainsi une contraction.

Sur ce point, également, certains articles tentent d'apporter des réponses sans arriver toutefois à trancher sur la question. Parmi ces éléments de réponse figurent ceux apportés par J. Couppey-Soubeyran (2020) qui se base sur le fait que la Banque centrale

3. Jézabel Couppey-Soubeyran (2020), « La monnaie hélicoptère contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire » - Institut Veblen.

ne fonctionne pas comme une banque commerciale ou une entreprise privée qui doit impérativement réaliser du profit. La crédibilité de la Banque centrale ne dépendrait pas du niveau de ses fonds propres, mais plutôt de sa capacité à atteindre ses cibles (inflation, croissance, emploi...), selon son mandat, et de sa capacité à communiquer et convaincre les acteurs du marché du bien-fondé de ses décisions. D'ailleurs, certaines banques centrales qui ont enregistré des fonds propres négatifs pendant des durées de plus de neuf ans, comme le cas de la République tchèque, le Chili ou encore, le Mexique, sont tout de même parvenues à atteindre leurs objectifs de politique monétaire et à conserver leur crédibilité (D. Archer et P. Moser-Boehm, 2013).

Par ailleurs, même si les fonds propres de la Banque centrale devaient devenir négatifs, cela ne durera que pendant une période limitée dans le temps, et une reconstitution de ces fonds pourrait avoir lieu graduellement, au fur et à mesure que la relance économique s'installe. Il serait également possible, une fois la crise passée, de permettre à la Banque centrale de réduire le pourcentage de dividendes versés au budget de l'Etat sur une certaine période, afin de lui permettre de rééquilibrer la situation de ses fonds propres. La confrontation des différents arguments montre que l'incertitude par rapport aux éventuelles répercussions de la monnaie hélicoptère sur la crédibilité de la Banque centrale, demeure élevée. Sur le plan empirique, le lien entre niveau de fonds propres et atteinte des objectifs de la politique monétaire reste en effet flou, la plupart des études ayant traité du sujet manquant de robustesse⁴.

La troisième critique adressée au type d'hélicoptère monétaire destiné à financer directement le trésor en période de crise, est qu'il ne présenterait aucune différence par rapport à un financement du trésor par la Banque centrale par achat de titres. Encore une fois, des réponses ont déjà été apportées par certains auteurs, notamment J. Couppey-Soubeyran qui avance qu'au moment où le financement du trésor par achat de bons de trésor par la Banque centrale implique un remboursement et reste affecté par les incertitudes d'évolution des taux sur les marchés financiers, la monnaie hélicoptère permet, quant à elle, de contourner ces limites en demeurant gratuite et sans intermédiation des marchés financiers.

Sur un autre plan, il est reproché à la monnaie hélicoptère de représenter un risque de pression inflationniste, en augmentant le volume de la base monétaire au niveau du bilan de la Banque centrale. Théoriquement, le raisonnement est certes plausible. Néanmoins, ce risque inflationniste était déjà évoqué lors de la mobilisation du quantitative easing⁵, un instrument que les grandes banques centrales n'hésitent pourtant pas à utiliser, surtout que le risque hyper inflationniste attribué à ce type de mesures ne s'est jamais matérialisé. En outre, la monnaie hélicoptère est considérée comme une redirection de la monnaie centrale vers le secteur réel au lieu de passer par les banques, plutôt qu'une création supplémentaire de monnaie. Selon cette hypothèse, cet instrument ne devrait pas se traduire par plus d'inflation que d'habitude. Un autre argument qui permet de relativiser le risque inflationniste de l'hélicoptère monétaire en période de crise comme celle de la Covid-19, est que l'écart entre la production effective et la production potentielle (output gap) est généralement négatif et les taux d'utilisation de capacités de production nettement plus faibles que la normale. Par conséquent, la

4. David Archer et Paul Moser-Boehm (2013), « Les finances des banques centrales », BIS Papers No 71.

5. Jézabel Couppey-Soubeyran (2020), « La monnaie hélicoptère contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire » - Institut Veblen.

stimulation de la demande par la monnaie hélicoptère ne devrait pas engendrer une hausse importante des prix, vu l'existence de marges de capacités de production non-utilisées dans de nombreux secteurs, pouvant rapidement être mobilisées pour faire face à toute demande additionnelle.

Le dernier risque que comporterait la monnaie hélicoptère a trait à un éventuel effet de « leakage » ou de fuite qui réduirait l'effet multiplicateur d'une relance par la monnaie hélicoptère. En d'autres termes, le risque serait que les ménages épargnent une part importante des sommes reçues, ce qui limiterait la demande additionnelle générée et ainsi les points de croissance supplémentaires attendus. Si cette hypothèse a le mérite d'obéir à une certaine logique, l'enchaînement des faits qu'elle décrit est toutefois loin d'être aussi mécanique. En effet, il est toujours possible d'éviter ces fuites à travers des solutions opérationnelles appropriées et ciblées.

V. Si le Maroc devait appliquer hypothétiquement cet instrument, quels seraient les prérequis pour en tirer un maximum de bénéfice et en limiter les risques ?

A l'évidence, il est difficile de trancher sur l'efficacité de la monnaie-hélicoptère, étant donné les avis partagés. Les avantages potentiels sont importants, mais les risques en termes de perte de crédibilité et d'érosion de l'indépendance de la Banque centrale par rapport au gouvernement, ainsi que les répercussions éventuelles en matière d'inflation, alimentent des réticences légitimes. En plus, le fait que ce concept soit resté, jusqu'à présent, sans expérimentation élargie au niveau pratique, ne permet pas de vérifier jusqu'à quel point ses effets bénéfiques escomptés peuvent-ils dominer ses effets négatifs potentiels.

Le débat sur l'utilisation de la monnaie hélicoptère se fait rare au niveau des pays en voie de développement, contrairement aux pays avancés. Dans le contexte actuel où les retombées de la crise de la Covid-19 sont sans précédent, aussi bien sur le plan économique, social que sanitaire, tous les instruments potentiels méritent d'être étudiés par les pays en voie de développement. Ce besoin se pose avec acuité pour un pays comme le Maroc où le taux d'endettement du trésor dépassait 65% du PIB en 2019 (plus de 81% lorsque la dette garantie est prise en compte). Ce niveau de dette, bien qu'il reste soutenable, s'inscrira sans doute dans une tendance haussière durant la phase de sortie de crise.

Graphique 2. Dette du trésor au Maroc (en % du PIB)



Source : Données DTFE

Le Maroc a pris un ensemble de mesures d'urgence qui visent à limiter les effets négatifs de la crise sur les plans économique et social, et dont une part importante a été financée par le Fonds Spécial Covid-19. Sans vouloir revenir en détail sur les mesures en question, cette information étant suffisamment relayée par d'autres publications, les actions engagées ont concerné aussi bien la politique monétaire et prudentielle que la politique budgétaire et les mesures de sécurité sociale. A ces instruments il faut ajouter le recours par le Maroc à la ligne de précaution (LPL) auprès du Fonds monétaire international (FMI).

Jusqu'à présent, le Maroc a pu collecter des ressources qui serviront à mutualiser les risques encourus par les différents secteurs pendant une certaine période. Cependant, l'incertitude quant à la durée de la crise et le profil de la reprise (V, U, W ou L) au Maroc et chez ses principaux partenaires, en particulier la zone euro, augmente la probabilité d'un recours encore plus important à l'endettement sur les marchés extérieurs. Cela a été confirmé par l'approbation, en date du 7 avril 2020, par la Commission des Finances au sein du Parlement, du décret relatif au dépassement des seuils de financement extérieur. Une décision qui paraît appropriée dans une conjoncture aussi exceptionnelle et qui permet de profiter, tant que cela est encore possible, du niveau bas des taux d'intérêt sur les marchés.

Toutefois, dans le contexte actuel, les craintes par rapport à un dérapage en termes de soutenabilité de la dette publique est légitime, surtout que le Maroc avait traversé une période difficile de sortie de crise d'endettement dans le cadre du programme d'ajustement structurel. Cet argument augmente la pertinence pour le Maroc d'étudier la faisabilité de nouveaux instruments de relance qui ne passent pas par le budget, à l'image de l'hélicoptère monétaire.

Parallèlement, les craintes par rapport à un effet inflationniste incontrôlable qui pourrait résulter de l'utilisation de la monnaie hélicoptère, ne semblent pas très justifiées pour le cas du Maroc. Tout d'abord, l'inflation actuelle est très basse, et aurait même atteint un niveau historiquement bas en 2019, soit 0,2%. En outre, l'output gap qui mesure

les pressions de la demande est resté négatif depuis le début de l'année 2018, une situation confirmée par la baisse du taux d'utilisation des capacités de production du secteur industriel national qui a connu une chute de 16 points de pourcentage en mars 2019, pour se situer à près de 56%⁶. Ces indicateurs ne font que confirmer le fait que le Maroc dispose d'un niveau d'inflation initial assez faible et d'importantes capacités de production non utilisées qui constituent des marges non négligeables qui lui permettraient de soutenir la demande par la monnaie hélicoptère, sans craindre une inflation excessivement élevée durant la phase de relance.

Sur un autre point, il est possible qu'en contournant les banques commerciales la monnaie hélicoptère puisse engendrer, dans un premier temps, un manque à gagner pour ces dernières. Néanmoins, cet outil épargnerait au système bancaire marocain une hausse importante des créances en souffrance dans cette période de crise. D'ailleurs, le taux de créance en souffrance au Maroc persiste à un niveau de 7,7% en moyenne depuis 2016, au lieu d'une moyenne de 5,7% sur la période 2009 – 2015.

Cela étant dit, et bien que la monnaie hélicoptère puisse prendre plusieurs formes, nous nous focaliserons, pour le cas du Maroc, sur la configuration où la Banque centrale distribuerait de l'argent aux ménages de manière gratuite mais temporaire. Les autres formes impliquant l'annulation de la dette du Trésor détenue par la Banque centrale ou, encore, des transferts monétaires par celle-ci directement et sans contrepartie vers le compte du trésor, sont écartées à ce stade. En effet, pour les deux types précités, les retombées négatives éventuelles en termes de déstabilisation de la perception des marchés et le risque d'aléa moral quant à l'utilisation de cet outil par les pouvoirs publics, peuvent s'avérer plus importants et éthiquement moins tolérables.

Si nous partons de l'hypothèse que le Maroc opte pour la monnaie hélicoptère sous sa forme de transfert direct aux ménages, pour contribuer à la relance, cette décision ne serait pas non plus sans risque. Par conséquent, nous pouvons suggérer un certain nombre de conditions à satisfaire pour maximiser les bénéfices de cet outil et, surtout, pour en minimiser les retombées négatives potentielles :

- Tout d'abord, l'implémentation de l'hélicoptère monétaire au Maroc doit s'appuyer sur une stratégie de communication claire et rassurante. Il doit surtout être présenté comme étant un instrument provisoire qui n'est utilisé que dans des « cas extrêmes » de grande ampleur, à l'image de la crise de la Covid-19, et doit être désactivé dès la confirmation du retour à la normale. Les acteurs du marché et les agences de notation ne doivent pas percevoir cet instrument comme un moyen que le Maroc pourrait utiliser de manière fréquente et arbitraire, sans justificatif approprié. A cet effet, il serait primordial que les conditions de son utilisation, sa durée maximale d'implémentation et la définition objective du concept « cas extrême », soient définis explicitement dans le cadre de textes juridiques.
- Le recours à la monnaie hélicoptère au Maroc ne devrait se faire que lorsque les autres mesures disponibles s'avèreraient insuffisantes pour relancer rapidement la demande.
- La monnaie hélicoptère ne doit pas être considérée comme un substitut aux mesures

6. Enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib.

classiques d'une politique monétaire accommodante ou d'une politique budgétaire expansive, mais plutôt comme une mesure complémentaire à ces dernières. Un policy mix est plus que jamais nécessaire.

- Le choix du timing de l'implémentation de la monnaie hélicoptère est important : en effet, la période de sortie de crise est à son tour composée de deux sous-périodes, la première étant la phase actuelle que traverse le Maroc où l'objectif principal n'est pas encore la relance, mais plutôt de limiter les pertes et stabiliser la situation. Durant cette étape, l'effet de toutes les mesures risque d'être très minime. La demande additionnelle apportée grâce à l'hélicoptère monétaire, à l'instar des autres instruments plus classiques, ne garantirait pas un effet important en termes de reprise de la croissance et de l'emploi, à cause des goulots d'étranglement qui caractérisent cette première sous-période (confinement, distanciation sociale, secteurs contraints de fermer, paralysie des chaînes d'approvisionnement, absence de demande étrangère pour certains secteurs...) et qui limitent la réaction de l'offre aux politiques macroéconomiques dans plusieurs secteurs.
- En revanche, l'effet multiplicateur attendu de la monnaie hélicoptère serait plus important dans la deuxième sous-phase de sortie de crise, celle de la relance. L'amélioration de l'effet multiplicateur tient au fait que durant cette seconde sous-période, les goulots d'étranglement précités commencent à se desserrer (déconfinement, retour de la demande étrangère, levée progressive des restrictions sur les flux des échanges extérieurs...). Par conséquent, si le Maroc devait adopter la monnaie hélicoptère, et afin de garantir un impact maximal, il gagnerait à l'appliquer après la fin du confinement.
- Eviter la fuite par l'épargne : l'objectif recherché est d'éviter qu'une proportion importante des transferts de la monnaie hélicoptère vers les ménages marocains ne finisse par être épargnée par précaution dans un contexte de manque de visibilité. En d'autres termes, les pouvoirs publics doivent chercher à maximiser la part des transferts qui sera consommée par les ménages durant la période de relance. Certaines solutions opérationnelles sont généralement proposées pour pallier ce problème, notamment un ciblage des bénéficiaires, en ne retenant que les plus défavorisés, car selon la théorie keynésienne, leur propension marginale à consommer (part du revenu additionnel consacrée à la consommation) est généralement plus élevée. Cette proposition constitue, par contre, une déviation par rapport à la formulation initiale de la « drop money » qui, elle, ne distingue pas entre le niveau de revenu des bénéficiaires. L'autre solution serait que ces transferts prennent la forme de « bons d'achat à durée limitée ». Bien que cette solution pourrait rencontrer des difficultés techniques de mise en œuvre, la durée de validité limitée des bons en question permettrait de s'assurer que les ménages bénéficiaires consomment la totalité des transferts pour un effet maximal sur la croissance et n'auront donc pas la possibilité d'en épargner une proportion importante.
- Eviter la fuite par l'import : en d'autres termes, il s'agit de réduire le risque de voir une partie de la demande engendrée par l'hélicoptère monétaire au Maroc, satisfaite par l'importation. Le défi est de taille étant donné la forte dépendance du Maroc aux importations de biens et services qui représentent près de 50% de son PIB, contre environ 31% en Turquie et au Brésil, 30% en Egypte et 27% au Chili. Par conséquent, un certain nombre de conditions s'avèrent nécessaires durant la période de relance afin de réduire ce phénomène de fuite par l'import. Il s'agit de :

- » Encourager la consommation des produits nationaux à travers des campagnes de sensibilisation ;
 - » Inciter les grandes entreprises à privilégier les intrants issus de TPME domestiques ;
 - » Utiliser pleinement la commande publique pour stimuler l'activité des TPME locales ;
- Au-delà des prérequis à mettre en place en cas d'adoption de la monnaie hélicoptère, le Maroc devrait rester vigilant par rapport aux risques qu'elle peut présenter. Par conséquent, dès l'apparition de signaux perturbateurs, la Banque centrale ne doit pas hésiter à désactiver le mécanisme de la monnaie hélicoptère (des clauses de sortie s'imposent). Nous pourrions citer deux principaux signaux qui justifieraient l'abandon de l'instrument en question. Il s'agit, en premier lieu, du cas d'une forte et persistante dépréciation du dirham qui pourrait avoir lieu consécutivement au lancement des opérations de monnaie hélicoptère et qui pourrait être synonyme de fragilisation de la confiance dans la monnaie nationale suite à ce changement. Ce risque est très élevé pour les économies en voie de développement ne disposant généralement pas de monnaies fortes ou suffisamment demandées au niveau international. Le deuxième signal pouvant justifier la désactivation précoce de la monnaie hélicoptère serait le cas d'une mauvaise réaction des marchés, bailleurs de fonds et agences de notation, suite à l'introduction de ce nouvel instrument, ce qui pourrait augmenter le coût d'emprunt du Maroc sur le marché international.

VII. Pour conclure : l'hélicoptère monétaire n'est qu'un instrument temporaire, la phase Post-Covid-19 nécessitant d'étudier d'autres pistes qui s'inscriraient davantage dans la durée

Si les prérequis sont mis en place, la monnaie hélicoptère pourrait constituer une réponse rapide et efficace durant la phase de relance. Par contre, rien ne garantit que les risques précités ne vont pas se matérialiser, ce qui nécessiterait impérativement, en cas d'adoption, une vigilance accrue et un suivi rigoureux des signaux du marché. In fine, le survol de la littérature économique sur le sujet montre que l'analyse des coûts et bénéfices de la monnaie hélicoptère ne permet pas d'avoir une opinion tranchée tant que le mécanisme n'ait pas été testé. Toute évaluation ne peut se faire qu'à posteriori, d'autant plus que ses résultats dépendraient des spécificités de chaque économie.

Par ailleurs, il est important de rappeler que la monnaie hélicoptère reste un instrument temporaire. La phase Post-Covid-19, quant à elle, devra plutôt s'appuyer sur des réformes de moyen et long termes qui traceront les contours d'une nouvelle manière d'anticiper les chocs et d'y réagir.

Le besoin de se pencher davantage sur l'étude d'un certain nombre d'orientations s'impose de plus en plus. Les décisions qui en découleront, par la suite, changeront le

fonctionnement de l'économie et de la société marocaines. Les réformes structurelles requises dépassent le périmètre du présent Papier. Ceci n'empêche pas, toutefois, de revenir sur un certain nombre de questions décisives qui méritent une réponse claire de la part du Maroc : Comment renforcer la souveraineté multidimensionnelle du pays, notamment dans les secteurs les plus stratégiques (alimentaire, sanitaire, technologique, énergétique, numérique...)? Après un mouvement globalisé de désengagement des Etats de certains secteurs au profit du privé, quel devrait-être dorénavant leur positionnement sur les secteurs sociaux prioritaires ? Ces secteurs doivent-ils continuer d'être considérés comme n'importe quelle autre activité obéissant au profit et à la logique du marché ? Sur un autre sujet, n'est-il pas temps de soutenir les niches de substitution aux importations dans un contexte de montée des tensions et des guerres commerciales ? Quel modèle de croissance le Maroc doit-il suivre ? Domestic demand-led growth Vs export-led growth ou encore Wage-led growth Vs Debt-led Growth. Quelle place pour un revenu universel de base pour accroître la résilience des ménages face aux chocs ? Enfin, comment rattraper le retard en matière de digitalisation et en termes de R&D et d'innovation ?

Bibliographie

- D. Archer et P. Moser-Boehm (2013), « Les finances des banques centrales », BIS Papers No 71.
- J.Coupey-Soubeyran (2020), « La monnaie hélicoptère contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire » - Institut Veblen.
- M. Friedman (2006) [1969], «The Optimum Quantity of Money: And Other Essays», New Jersey: Transaction Publishers.
- M. Kasongo Kashama (2016), «Helicopter money and debt-financed fiscal stimulus: one and the same thing?» - NBB Economic Review.

À propos de l'auteur, **Karim EL MOKRI**

Economiste - Chercheur, diplômé de l'Université Mohammed V - Rabat et de l'Institut National de Statistiques et d'Economie Appliquée. Ses sujets de recherche et domaines de publication portent essentiellement sur les politiques macroéconomiques, la croissance de long terme et la transformation structurelle, les politiques industrielles, ainsi que les aspects liés au progrès technologique et l'emploi. Depuis 2004, il a occupé différents postes dans le domaine des études et de la recherche dans différents établissements publics et privés.

À propos de **Policy Center for the New South**

Le Policy Center for the New South: Un bien public pour le renforcement des politiques publiques. Le Policy Center for the New South (PCNS) est un think tank marocain dont la mission est de contribuer à l'amélioration des politiques publiques, aussi bien économiques que sociales et internationales, qui concernent le Maroc et l'Afrique, parties intégrantes du Sud global.

Le PCNS défend le concept d'un « nouveau Sud » ouvert, responsable et entreprenant ; un Sud qui définit ses propres narratifs, ainsi que les cartes mentales autour des bassins de la Méditerranée et de l'Atlantique Sud, dans le cadre d'un rapport décomplexé avec le reste du monde. Le think tank se propose d'accompagner, par ses travaux, l'élaboration des politiques publiques en Afrique, et de donner la parole aux experts du Sud sur les évolutions géopolitiques qui les concernent. Ce positionnement, axé sur le dialogue et les partenariats, consiste à cultiver une expertise et une excellence africaines, à même de contribuer au diagnostic et aux solutions des défis africains.

Les opinions exprimées dans cette publication sont celles de l'auteur.



Policy Center for the New South

Suncity Complex, Building C, Av. Addolb, Albortokal Street,
Hay Riad, Rabat, Maroc.

Email : contact@policycenter.ma

Phone : +212 (0) 537 54 04 04 / Fax : +212 (0) 537 71 31 54

Website : www.policycenter.ma