

# La poursuite de la stabilité des prix à l'aune des crises : Quel enjeu pour la conduite de la politique monétaire ? et quel rôle peut jouer le canal du crédit dans la régulation ?

Abdelilah GOUAGHDIME <sup>1</sup>  
Driss MAFAMANE <sup>2</sup>

## Résumé :

A partir du mois de Septembre 2022, Bank Al-Maghrib a débuté un positionnement stratégique marqué par un revirement de sa politique monétaire accommodante adoptée il y a des années, cette manœuvre caractérisée par une hausse de son taux directeur de 50 point de base en deux reprises consécutives (Septembre et Décembre 2022) rendant ce dernier à 2,50%. Cette orientation de la banque centrale Marocaine est motivée par sa forte détermination en matière de la stabilité des prix, afin de procéder à un rétablissement du taux d'inflation à des niveaux modérés. Aussi les prévisions projetées en 2023 en faveur d'une persistance des pressions inflationnistes et la décompensation des produits subventionnés prévue à compter de 2024 ont accéléré l'adoption d'une poursuite du durcissement monétaire.

**Mots-clés :** Stabilité des prix- politique monétaire- transmission-canal du crédit- crise financière

## Abstract :

As of September 2022, Bank Al-Maghrib began a strategic positioning marked by a reversal of its accommodating monetary policy adopted years ago, this maneuver characterized by an increase of its key rate of 50 basis points in two consecutive times (September and December 2022) making it

---

<sup>1</sup>Abdelilah GOUAGHDIME est doctorant à la FSJES de Rabat Souissi. Laboratoire d'Analyse Economique et Modélisation- abdelilah.gouaghdime@um5r.ac.ma

<sup>2</sup>Driss MAFAMANE est enseignant chercheur à la FSJES de Rabat Souissi. Laboratoire d'Analyse Economique et Modélisation- d.mafamane@um5r.ac.ma

2.50%. This orientation of the Moroccan central bank is motivated by its strong determination in terms of price stability, in order to restore the inflation rate to moderate levels. Also, the forecasts projected in 2023 in favour of a persistence of inflationary pressures and the decompensation of subsidised products planned as from 2024 have accelerated the adoption of a continuation of monetary tightening.

**Keywords :** Price stability - monetary policy - transmission - credit channel  
Financial crisis

## INTRODUCTION

La politique monétaire et principalement son rôle dans l'économie réelle a fait régulièrement l'objet depuis longtemps, de débats en sciences économiques vu le caractère important que cette dernière revêt. Toutefois, le consensus actuel en macroéconomie monétaire stipule que la politique monétaire pourrait soutenir l'activité économique et l'affecter au moins à court terme tel que révélait Taylor (1995), en démontrant que les décisions de la politique monétaire sont transmises au PIB et à l'inflation à travers des processus, qu'il les a appelés canaux de transmission.

A l'échelon nationale, l'économie marocaine non encore rétablie des effets de la pandémie, n'était pas à l'abri des répercussions de cette instabilité marquée par une accélération flagrante du niveau d'inflation qui touchait les 8%, une décélération de la croissance économique ne dépassant pas les 2% . La Banque Centrale marocaine (BAM), qui représente l'autorité chargée de la conduite de la politique monétaire, a pour objectif prioritaire la stabilité des prix comme le décrit son statut. Cette stabilité qui consiste à maintenir l'inflation à des niveaux stables et modérés sur un horizon de moyen terme, permet une préservation du pouvoir d'achat des ménages et de construire une meilleure visibilité à la fois pour les entreprises et les investisseurs.

Pour cela la transmission des décisions de la politique monétaire à l'économie réelle au Maroc est confiée à un certain mécanismes tels que le taux d'intérêt et les crédits bancaires. Toutefois l'accélération de l'inflation nous mène à se poser la question sur la capacité de ces instruments à impacter les variables cibles telles que la production, l'inflation, etc.....pour enfin contribuer à la réalisation de l'objectif de la stabilité des prix sur lequel mise la banque centrale.

L'ouverture de l'économie marocaine, ainsi que la transition vers l'adoption de plus de flexibilité en matière de régime de change, mettent l'accent sur les répercussions des fluctuations du taux de change sur les prix domestiques et l'inflation, ainsi que le rôle de la politique monétaire à les amortir.

La relation entre politique monétaire et maîtrise de l'inflation, ainsi que son rôle dans le soutien de l'économie, a fait l'objet d'une vaste littérature (théorique et empirique) en sciences économiques, dont on peut citer les travaux pionniers de Bernanke et Gertler (1995) qui ont exposé le rôle des crédits dans l'explication des relations entre la sphère monétaire et la sphère réelle, et de J. Baillu, H. Bouakez (2004), qui mettent en évidence le rôle d'une politique monétaire crédible dans l'incomplétude de la transmission des répercussions des fluctuations du taux de change.

Pour cela, nous nous proposons de participer à ce débat sur : politique moné-

taire : entre défis de la maîtrise de l'inflation et de la relance de l'économie, à travers ce papier traitant la problématique de la stabilité des prix au Maroc et le rôle de la politique monétaire menée par BAM, dans son maintien.

Le ciblage de la stabilité des prix, consiste en quelque sorte à discuter l'efficacité des canaux de transmission issus des instruments de la politique monétaire et plus particulièrement le canal du crédit, afin d'évaluer la capacité de ce dernier à dompter et à stabiliser les prix et de contribuer à la relance de l'économie.

La modélisation économétrique en générale et les modèle VAR en particulier sont un outil très répandu en matière d'évaluation de l'efficacité de politique monétaire depuis les travaux de Sims (1992) qui (En estimant un modèle SVAR sur données mensuelles) a trouvé l'existence d'une corrélation positive entre les changements de la masse monétaire, représentée par l'agrégat M1, et le niveau des prix pour un échantillon de (05) pays développés .

Les résultats ainsi obtenus ont fait apparaître un acheminement incomplet des actions menées par BAM vers les variables cibles (PIB et Inflation).

Afin de tester l'opérationnalité des principaux canaux de transmission (canal du crédit plus particulièrement) et d'analyser à la fois le degré et le délai de la transmission, on a opté pour une approche économétrique utilisant un modèle VAR qui met la lumière sur les interactions dynamiques entre les variables de la sphère financière (crédits, taux d'intérêt, TMP, M3, Avances à 7 jours...), et d'autres variables telles que l'inflation, et la production.

Ceci nous a permis de formuler nos hypothèses centrales qu'on cherche à vérifier à travers ce travail :

- Hypothèse H0 :

Les prix et la production au Maroc sont efficacement impactés par le canal du crédit.

- Hypothèse H1 :

Les prix et la production au Maroc sont faiblement impactés par le canal du crédit.

## **I. Les grandes Orientations de la politique monétaires au Maroc**

Certes que l'année 2006 qui se coïncide avec l'événement de l'adoption du nouveau Statut de Bank Al-Maghrib, a été considéré comme le grand tournant pour la politique monétaire au Maroc. Car ce dernier a conféré à la banque centrale marocaine l'indépendance en matière de formulation et de conduite de la politique monétaire et a institué la stabilité des prix en mission fondamentale de Bank Al-Maghrib.

Il est à noter que le consensus international en politique monétaire, qui

encourage à la fois, l'adoption de l'objectif de la stabilité des prix, l'orientation des cadres opérationnels et stratégiques des autorités monétaires vers une indépendance des BC et vers des stratégies axées sur un ciblage de l'inflation, ont constitué les raisons par lesquelles la BAM a adopté les nouveaux statuts de 2006 . Pour se conformer à ce consensus relatif au rôle de la politique monétaire dans la maîtrise de l'inflation, la majorité des Banques Centrales dispose d'un mandat qui donne la priorité à la stabilité des prix. Ce mandat est dit « hiérarchique », et ses fondements résident sur le placement des objectifs de la croissance de la production ou de la baisse du chômage (considérés comme un seul objectif) au second rang des priorités de la politique monétaire.

Aussi ce consensus est issu du principe de l'arbitrage entre l'inflation et le chômage à court terme, chose qui explique l'écartement et la non-adoption du mandat dit « dual » qui donne la même importance aux deux objectifs. Le mandat dit « dual » constitue un risque de conflit d'objectifs de la politique monétaire pour les partisans du mandat hiérarchique, ce qui explique en quelque sorte l'objectif suscité de Bank Al-Maghrib.

Dans la présentation du cadre stratégique de sa politique monétaire, BAM et pour atteindre l'objectif dévolu de la stabilité des prix (appréhendée par une évolution modérée de l'Indice des Prix à la Consommation), elle repose sa politique monétaire sur deux instruments fondamentaux, à savoir le taux directeur et la réserve obligatoire.

Le premier qui est le taux d'intérêt appliqué aux avances à sept (07) jours constitue une référence pour toutes ses opérations menées avec les autres banques. La manipulation de ce taux se base principalement sur l'évaluation prospective des pressions inflationnistes et des risques entourant les prévisions d'inflation à moyen terme, quant au deuxième instrument constitue la part des exigibilités des banques qu'elles sont censées de conserver sur leurs comptes courants auprès de la BAM et qui permet de contrôler de manière structurelle la situation de liquidité des banques en fonction de l'orientation de la politique monétaire.

## **II. Transmission monétaire : Revue de littérature :**

Si le rôle des banques centrales réside dans leurs capacités à diriger et affecter la sphère réelle à travers les instruments qu'elles disposent, le mécanisme selon lequel se fait cette opération semble aussi important, afin de bien assimiler comment les changements dans l'offre de monnaie affectent directement ou indirectement les décisions des agents économiques et par la suite modifier à la fois le niveau de l'activité

économique et le niveau général des prix (Mishkin 1996).

Ces mécanismes de transmission monétaire appelés par Taylor (1995) canaux de transmission se diffèrent selon leurs contribution et importance dans l'affectation des variables cibles.

Le canal du taux d'intérêt, est le canal le plus traditionnel, sa mise en œuvre remonte aux travaux de J.M.Keynes (1936) et ceux de la synthèse néo-classique qui a souligné les interactions entre la sphère réelle et monétaire relatives au model IS-LM.

Dans le cadre de la présence des prix rigides, une politique monétaire expansionniste provoque une baisse du taux d'intérêt réel, qui produit à son tour une réduction du coût de capital et une stimulation des dépenses d'investissements. Ce qui va conduire à une augmentation du niveau de la production globale, grâce à l'accroissement de la demande agrégée (Mishkin 1996).

Conformément à la théorie de la structure par terme des taux d'intérêt (Fisher (1993), la transmission de la politique monétaire passant directement par le taux d'intérêt, a montré que cette dernière met en relation les taux d'intérêt à court et celle à long terme. Ainsi, lorsque le taux directeur augmente, les taux d'intérêt à long terme ont tendance théoriquement à augmenter, puisqu'ils sont liés aux taux courts anticipés. Ce qui augmente le coût d'utilisation du capital et baisse la demande des actifs longs. Cette baisse entraîne une réduction des dépenses d'investissement qui mène vers une baisse de la demande globale.

Le canal du crédit bancaire qui constituera la pièce angulaire de notre analyse est considéré comme étant l'ensemble des facteurs incitant l'offre et la demande de crédit et leurs impacts sur le comportement d'investissement et de consommation des agents économiques. Les travaux de Bernanke et Gertler (1995), constitue le cadre de littérature pour ce canal, à qui on ajoute ceux de (Mishkin 1996) qui ont affectés 03 formes à ce canal : la première est liée à la condition de l'offre de crédit dans le système bancaire, appelée canal des prêts bancaires.

Une politique monétaire expansionniste via les réserves, visant une injection de la liquidité dans le marché monétaire, engendre une hausse de quantité des crédits disponibles et prêts à offrir par les banques. Ce qui présente une opportunité pour les agents qui ont des besoins de financement soit pour investissement ou sous forme de dépenses de consommation, à se financer directement auprès des banques Gertler et Gilchrist (1993 et 1994), Peek et Rosengren (1995 et 1997).

Néanmoins d'autres travaux, ont statué sur la faible efficacité de ce canal suite aux changements de la politique monétaire (Lown et Morgan (2002))

Romer et Romer (1989).

Deuxième forme attachée à l'état et à la structure financière des emprunteurs dite canal du bilan. L'accès au financement bancaire est tributaire de la situation financière nette des entreprises, ce qui impacte négativement l'octroi de crédits par les banques commerciales aux entreprises de faible situation financière nette. Le resserrement des conditions de financement a donné lieu aux phénomènes de sélection adverse et d'aléa moral, qui stipule que toute dégradation de la situation des entreprises, réduit la valeur de cette dernière aussi bien auprès des prêteurs que des actionnaires. Ce qui poussent ces organismes à s'engager dans des projets plus risqués pour favoriser davantage leurs profits, ce qui fragilise de plus en plus les bilans et restreint l'accès des entreprises au marché de crédit.

La dernière forme s'intéresse à l'analyse du comportement des consommateurs en matière d'acquisition des logements et biens durables c'est le canal du patrimoine. Il s'agit d'un canal qui s'applique aux dépenses des ménages, surtout celles qui ont une relation avec les biens de consommation durables et le logement. Le mécanisme de fonctionnement de ce canal consiste à ce que ; lorsqu'il y a des changements de conditions d'attribution des crédits, on constate un impact considérable sur le patrimoine des ménages.

Si les ménages anticipent un durcissement de ces conditions, ils vont s'orienter vers les marchés des capitaux considérés plus liquides, au lieu d'acheter des biens de consommation durable. Mais en cas de besoins de financement urgent ; il se peut y avoir des pertes, à cause de la cession des biens qui demande plus de temps.

En relation toujours avec le canal crédit, il est à noter que la capacité des banques centrales à influencer le pouvoir des banques commerciales à offrir des crédits, ainsi que la substituabilité imparfaite entre le crédit et les autres issues de financement, constituent les deux conditions fondamentales sur lesquelles se base l'effectivité de ce canal (Cecchetti, 1995).

Compte tenu de l'ouverture économique, notamment dans un régime de change flexible, on s'est intéressé de plus en plus à la transmission de la politique monétaire par le biais de l'influence des taux de change. Cette transmission est assurée à travers la parité non couverte du taux d'intérêt (UIP). Cette condition relie le différentiel entre taux d'intérêt domestique et celui à l'étranger, aux anticipations futures du taux de change.

Une réduction du taux d'intérêt domestique relativement au taux d'intérêt étranger, entraîne une baisse d'attractivité des dépôts en monnaie nationale, engendrant ainsi une dépréciation de la monnaie. De ce fait les produits nationaux deviennent plus compétitifs par rapport aux produits étrangers, et

ceci est dû à la dépréciation du taux de change, chose qui favorise par la suite les exportations nettes et par conséquent la demande globale.

Ce canal est utilisé aussi pour amortir les chocs inflationnistes externes. En effet l'augmentation du taux d'intérêt favorise les afflux de capitaux étrangers, ce qui entraîne une appréciation de la monnaie nationale et donc une baisse des prix à l'importation est prévue.

### **III. L'évolution de l'inflation.**

Depuis les années 1970, les conduites des politiques monétaires de la plupart des BC à travers le monde ont été influencées par les thèses monétaristes. Ces pratiques se focalisaient sur l'objectif de maîtrise de l'inflation hors celui de la maîtrise du chômage et de la croissance économique. La poursuite de cet objectif découle du principe de l'affectation et de la spécialisation des instruments de la politique économique, qui préconise l'adoption (au moins) d'autant d'instruments que d'objectifs de la politique économique tel que révélait Tinbergen (1961), aussi l'affectation d'un instrument de politique économique à un objectif précis doit se faire de manière efficiente (Mundell (1962).

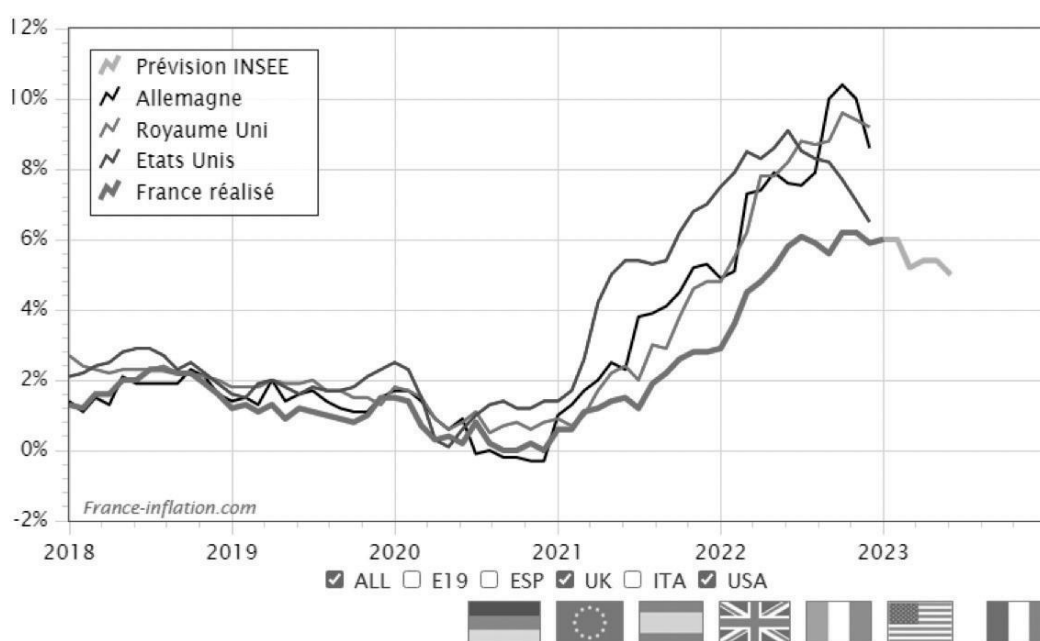
Les pratiques des banques centrales en matière du contrôle de l'inflation reposaient sur le fait que les instruments des politiques monétaires adoptaient par ces dernières doivent être conduits suivant une politique de règle au lieu des manœuvres discrétionnaires qui risquent de surprendre les agents économiques.

La règle de Taylor introduite en 1993, constitue la principale et l'opérationnelle règle, qui repose sur le fait que le taux directeur doit être manipulé en fonction de l'écart de l'inflation par rapport à son taux ciblé d'un côté et de l'Output Gap d'un autre côté.

Dans le contexte international actuel caractérisé par la montée de l'incertitude, l'enlisement du conflit Ukraine-Russie ainsi que les séquelles de la crise sanitaire, la plupart des économies se sont trouvées faces à des situations critiques qui freinent de plus en plus leurs fonctionnements et qui entravent leurs relances, notamment les niveaux exceptionnellement élevés de l'inflation due à une flambée des prix des produits alimentaires et énergétiques, ce qui pèse sur les économies et leurs perspectives de relance.



**Figure 1 :** Evolution du taux d'inflation dans les pays d'Europe et USA



Source : France-inflation.com

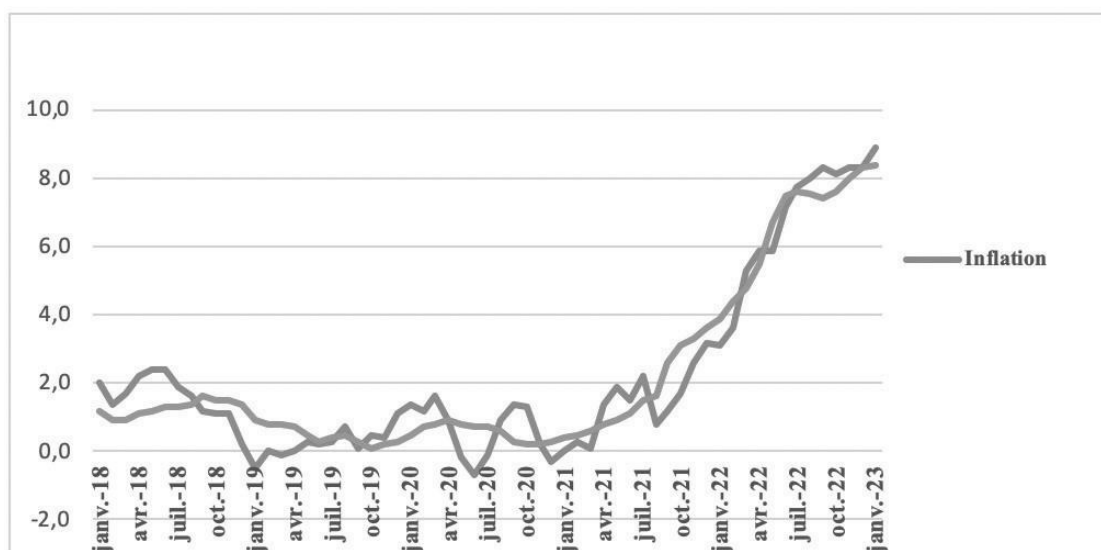
La figure ci-dessus décrit l'évolution du taux d'inflation dans quatre (04) pays développés (France, Royaume Uni, Allemagne, USA) entre 2018 2022. La courbe montre que depuis 2022, les taux d'inflation dans ces pays industrialisés, ont connu une tendance haussière qui a touché les 10 % pour le cas de l'Allemagne et presque 9,5 %, 9%, 6%, pour le Royaume unis, les Etats-Unis d'Amérique et la France respectivement. Chose qui a poussé les banques centrales desdits pays à changer leurs décisions visant l'augmentation de leurs taux directeurs, tel qu'il est mentionné dans le tableau ci-dessous .

## PRINCIPALES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Banques centrales	Taux directeurs (en %)		Dernières décisions
	Septembre 2022	Octobre 2022	
Banque centrale européenne	1,25%	2%	27 octobre
Banque d'Angleterre	2,25%	3%	3 novembre
Réserve fédérale américaine	[3%-3,25%]	[3,75%-4%]	1-2 novembre

Source : BAM

**Figure 2 :** Evolution de l'inflation au Maroc



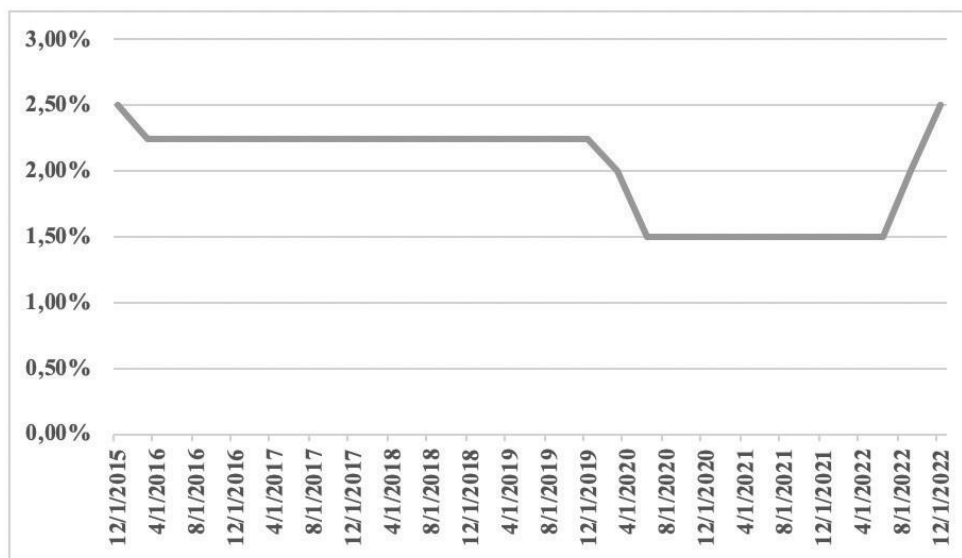
**Source :** Elaboré par l'auteur à partir des données de BAM

A l'échelon national, malgré l'effort fourni par la Banque Centrale en matière de maintien de la stabilité des prix, pendant les années précédentes, les taux d'inflation au Maroc et à l'instar des pays du monde, ont fléchi une tendance haussière depuis la fin de 2020, accélérés par plusieurs facteurs tels que le renchérissement des prix des matières premières et le dysfonctionnement accentué de la chaîne d'approvisionnement lié principalement à la crise sanitaire de covid-19 et à l'instabilité géopolitique.

De ce qui précède, la majorité des autorités monétaires ont mobilisé leurs armes afin de surmonter ces difficultés, en adoptant un ensemble de politiques économiques qui peuvent servir de sauveur, et dont la politique monétaire constitue l'indispensable moyen pour la régulation de leurs économies.

#### IV. D'une politique monétaire accommodante à un durcissement monétaire

Figure 3 : Evolution du taux directeur au Maroc



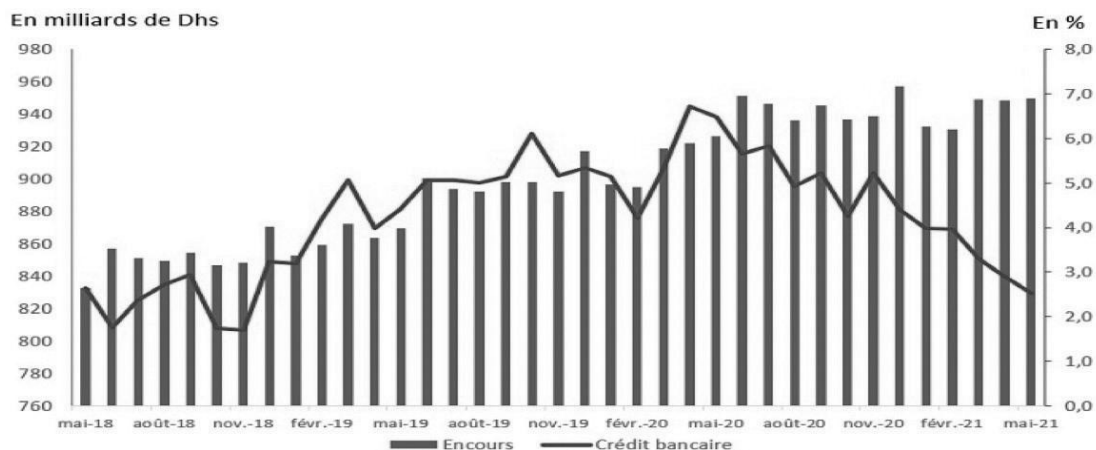
Source : Elaboré par l'auteur à partir des données de BAM

A partir du mois de Septembre 2022, Bank Al-Maghrib a débuté un positionnement stratégique marqué par un revirement de sa politique monétaire accommodante adoptée il y a presque une décennie, cette manœuvre caractérisée par une hausse de son taux directeur de 50 point de base en deux reprises consécutives (Septembre et Décembre 2022) rendant ce dernier à 2,50%.

Cette orientation de la banque centrale Marocaine est motivée par sa forte détermination en matière de stabilité des prix, afin de procéder à un rétablissement du taux d'inflation à des niveaux modérés. Aussi les prévisions projetées en 2023 en faveur d'une persistance des pressions inflationnistes et la décompensation des produits subventionnés prévue à compter de 2024 ont accéléré l'adoption d'une poursuite du durcissement monétaire.

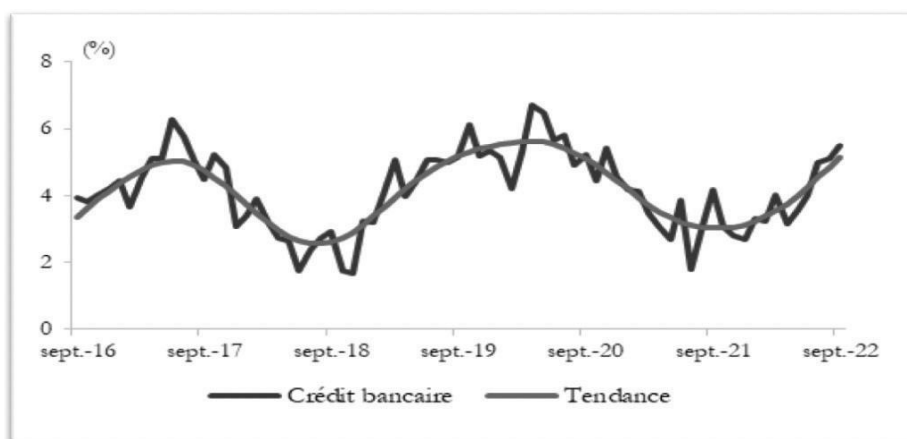
Dans son enquête auprès des banques commerciales relative au troisième trimestre de 2022, BAM a enregistré une légère baisse du taux moyen globale des taux débiteurs à 4,24%. Aussi les taux associant les prêts aux entreprises sont demeurés presque stables à un taux de 4,04%, recouvrant un recul de 46 points de base des prêts à l'équipement et un accroissement de 9 points de base de ceux des facilités de trésorerie. En ce qui concerne les particuliers, les taux sont élevés de 19 points, avec une augmentation de 7 points de ceux des prêts à la consommation et une stagnation de ceux des crédits à l'habitat.

**Figure 4 : L'évolution des crédits**



Source : BAM

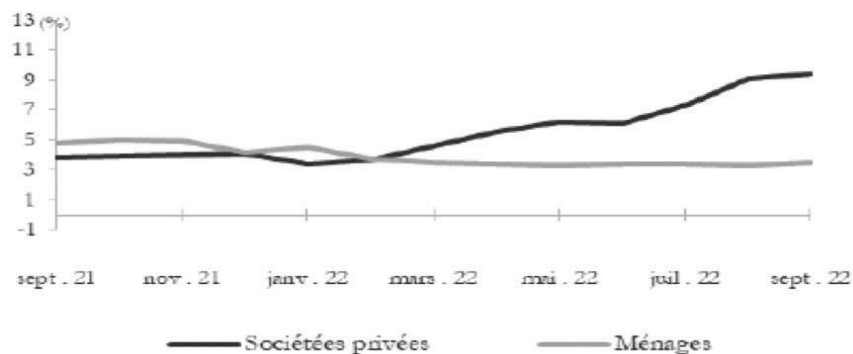
**Figure 5 : Croissance du crédit bancaire en glissement annuel**



Source : BAM

Toujours dans la même étude, le crédit bancaire a enregistré une progression de 5,5% en septembre, avec des progressions de 4,7% des prêts accordés au secteur financier et de 5,6% pour les crédits destinés au secteur non financier.

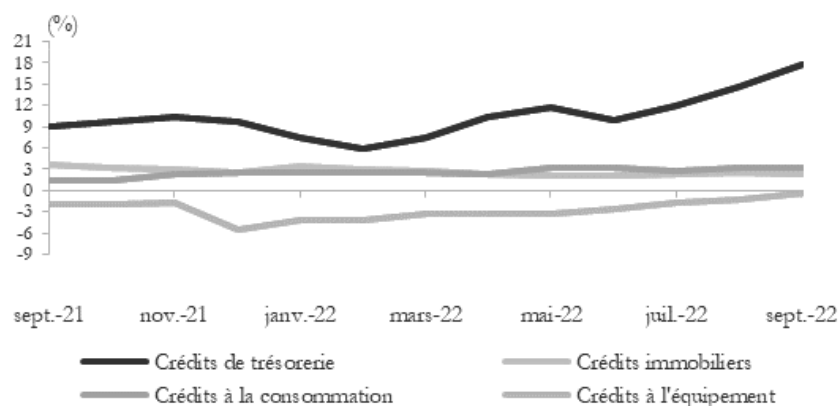
**Evolution des crédits aux agents non financiers privés en glissement annuel**



Source : BAM

Les crédits accordés aux entreprises privées ont augmenté de 9,4%, avec des progressions de 16,3% des facilités de trésorerie et de 3% des prêts à l'équipement. En revanche, les concours aux entreprises publiques ont diminué de 6,5%, indiquant un repli de 13,1% des prêts à l'équipement. Les crédits aux ménages quant à eux, ils se sont augmentés globalement de 3,5%, enregistrant des progressions de 2,8% des crédits à l'habitat, et de 3,3% des prêts à la consommation.

**Figure 6 :** Evolution des principales catégories de crédit en glissement annuel



Source : BAM

### Les crises économiques sont un véritable test.

Une crise financière peut être définie comme une sorte de perturbation touchant les marchés financiers, ce qui accroît les problèmes d'asymétrie d'information. Ceci rend les marchés incapables d'affecter les fonds vers les agents dont les projets d'investissement sont les plus rentables. Généralement cette situation est suivie d'une contraction de l'économie.

Selon les théories des crises financières telles que Benassy-Quéré et al (2019), le déclenchement de ces phénomènes est couplé à des facteurs : microéconomiques (régulation insuffisante et inadaptée), macroéconomiques (politique monétaire trop expansionniste et rôle des déséquilibres mondiaux), qui favorisent leurs apparitions.

La hausse des taux d'intérêt, la chute de la bourse, le déclin (non anticipé) du niveau des prix, la montée de l'incertitude et la panique bancaire (Levine 2010), constituent d'autres facteurs déclenchant les crises, que les autorités monétaires relevant des pays touchés essaient à s'en sortir, tout en s'appuyant sur leurs instruments les plus crédibles, et certes que la politique monétaire et ses canaux de transmission restent les plus répandus.

### Transmission de la politique monétaire en période de crise

A travers les nombreuses études qui ont été réalisées sur la transmission de la politique monétaire et l'efficacité de ses canaux de transmission notamment aux pays développés comme les Etats-Unis d'Amérique, la zone euro (Bijapore 201), les résultats tirés, avait validé l'hypothèse selon laquelle la politique monétaire est qualifiée moins efficace en période de crise, et ce à cause de l'inefficacité des mécanismes de transmission standards, tels que les canaux traditionnels du taux d'intérêt et du crédit.

Dans le même contexte, on a montré que l'impact de la baisse des taux d'intérêt n'était pas important sur la production, en raison de l'incapacité à relancer la distribution des crédits par la politique monétaire.

En ce qui concerne le canal du crédit, il y a lieu de citer que, pendant une crise financière marquée par un environnement dominé par l'incertitude, la politique monétaire peut perdre sa capacité d'impacter l'économie réelle à travers les ajustements des bilans des banques. Ces dernières deviennent plus réticentes en matière de distribution de crédits à cause de la montée du risque et des besoins accrus de leurs trésoreries, liés aux pertes dues à la crise, chose qui rend les canaux du bilan et des prêts bancaires inefficace.

Le canal du taux d'intérêt aussi dans ces circonstances de pénuries des crédits (offre et demande limitées) et d'incertitude, perd son efficacité, ce qui pousse les investisseurs à reporter leurs décisions d'investissement, en attendant plus d'informations disponibles dans le marché. De plus, la faible visibilité des ménages et des entreprises, envers leurs capacités futures de consommation et d'investissement, déstabilise davantage le fonctionnement de ce canal.

En période de crise et avec la forte instabilité macroéconomique, les entreprises ajustent fréquemment leurs prix, ce qui rend difficile d'atteindre l'objectif de stabilisation des prix et de la production par les banques centrales. Alors une politique monétaire expansionniste peut procéder à une augmentation des prix dans cette phase, plutôt que de mener une relance de production.

Néanmoins, d'autres études sont allées à soutenir l'hypothèse de l'efficacité de la politique monétaire en période de crises financières, soulignant que la politique monétaire en cette période d'incertitude joue un rôle important qui la rend plus efficace, parce que cette politique arrive à atténuer les effets de la crise, restaurer le bon fonctionnement des canaux de crédit et du taux d'intérêt, ainsi qu'à diminuer l'incertitude dans le système financier (forte transmission au début de la crise et pas d'effet macroéconomique significatif durant la phase de relance).

La majorité des travaux empiriques en matière d'effectivité des mécanismes de transmission de la politique monétaire s'intéressent à une analyse des canaux qui prédominent le plus dans une économie donnée. Puisque les

canaux de transmission opèrent via le système financier, le niveau de développement de ce dernier ainsi que sa structure expliquent en partie le fonctionnement et la prédominance des canaux par rapport aux autres. Ainsi, plus le secteur financier se développe, plus le rôle d'un canal dans la transmission monétaire devient important. De point de vue théorique, les canaux du crédit ont tendance à prédominer dans les économies en développement disposant d'un secteur financier modeste. De ce fait, plus l'économie et son secteur financier se développent, plus les canaux qui reposent sur les mécanismes de marché fonctionnent mieux et la transmission de la politique monétaire s'améliore.

## **V. Revue de littérature empirique**

### **1 - La transmission de la politique monétaire dans les pays développés.**

Les travaux de Sims (1992) constituent les contributions les plus populaires en matière d'évaluation de la transmission de la politique monétaire. Ce dernier a travaillé sur un échantillon de cinq (05) pays développés, à savoir la France, l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et les Etats-Unis, aussi il a choisi comme variables : la production industrielle, les prix, le taux d'intérêt, la masse monétaire, le taux de change et les prix des produits de base.

En estimant un modèle SVAR sur données mensuelles, Sims a trouvé l'existence d'une corrélation positive entre les changements de la masse monétaire, représentée par l'agrégat M1, et le niveau des prix pour tous les pays sauf pour l'Allemagne et le Royaume Uni. En ce qui concerne l'impact des changements des taux d'intérêt, il a constaté pour tout l'échantillon, que la hausse du taux d'intérêt conduit à la baisse du stock de la monnaie et de la production.

Contrairement aux nombreux examens dont les résultats montrent l'existence d'une relation négative entre les changements du taux directeur et l'inflation comme accepté théoriquement, Christiano, Eichenbaum, et Evans (1992) ont constaté en utilisant un modèle VAR, qu'il existe une relation positive entre le taux directeur de la Reserve Fédérale et l'inflation.

Il est à noter qu'avant, Sims (1982) avait bien estimé un modèle SVAR intégrant l'agrégat de monnaie M1 et la production, et ce, en considérant que M1 est prédéterminé et ne répond pas simultanément aux chocs de production en raison des retards liés à la politique monétaire. Le résultat est similaire à celui de Cochrane (1994) qui a trouvé que M2 répond positivement à un choc monétaire qui s'ensuit de la baisse des taux d'intérêt.

Les travaux de Bernanke et Blinder (1992), ont trouvé que les actions de la

politique monétaire n'ont pas d'impacts simultanés sur la production à cause des rigidités dans la réaction de l'activité économique aux chocs monétaires. Cette hypothèse est généralement retenue lorsque les données sont mensuelles, contrairement aux modèles estimés sur des données annuelles. Caglayan et Al (2011), ont examiné les effets d'une politique monétaire restrictive par le biais d'une hausse du taux directeur sur la production industrielle, le taux de change et le niveau des prix pour les cas de trois pays développés qui sont : le Japon, le Royaume-Uni et les Etats-Unis, sur la période entre 1988 et 2009, Caglayan et Al, ont montré que les effets et les impacts de la politique monétaire sur la production industrielle sont ambigus. En prenant le cas du Japon, la production industrielle ne commence à répondre aux changements de la politique monétaire qu'après deux ans et demi.

Ce résultat est à expliquer en grande partie par le niveau du taux directeur proche de zéro qui couvre une grande partie de la période en question, ce qui rend le canal du taux d'intérêt inefficace. Pour le cas du Royaume-Uni, les résultats montrent que la production industrielle baisse faiblement suite à un choc restrictif de la politique monétaire.

Pour le cas des États-Unis, les auteurs retiennent les résultats d'Uhlig (2005) qui montrent que la contraction de la politique monétaire ne conduit pas forcément à une baisse de la production industrielle. De manière générale, les résultats montrent que la politique monétaire explique seulement 20% des changements de la production industrielle. Caglayan et Al, suggèrent ainsi que les variables relatives aux marchés financiers peuvent être responsables des changements de la production industrielle, vu l'importance du secteur financier dans les économies étudiées. Ils proposent alors qu'il est souhaitable d'introduire les chocs de la politique financière à côté des chocs de la politique monétaire dans le système VAR.

Dedola et Lippi (2000 et 2005) ont étudié l'efficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire pour la France, l'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni et les Etats-Unis. L'objectif de l'étude est d'analyser les divergences entre les cinq pays en matière de mécanismes de transmission de la politique monétaire en prenant en considération les hétérogénéités industrielles de chaque économie. Des divergences considérables et significatives ont été constatées entre ces pays.

L'originalité de l'étude de Dedola et Lippi réside dans le fait qu'ils ont cherché les déterminants microéconomiques (liés aux spécificités des entreprises) qui expliquent les résultats obtenus en matière d'impact de la politique monétaire sur la production industrielle.

L'étude montre que l'importance de la réponse de la production industrielle



aux chocs de la politique monétaire dépend des indicateurs tels que la durabilité de la production industrielle, les besoins de financement, la capacité d'emprunt et la taille des entreprises. Pour étudier ces indicateurs, les auteurs se sont basés sur l'analyse d'un échantillon de près de 42 000 sociétés cotées et non cotées.

Havranek et Rusnak (2012) se sont intéressés à l'analyse des retards dans le cadre de la transmission de la politique monétaire en examinant une revue de littérature moderne sur un échantillon de 67 études empiriques. En examinant la durée nécessaire pour la transmission d'une politique monétaire restrictive, les auteurs ont trouvé que la baisse des prix prend un retard de 29 mois et atteint 0,9% en moyenne après une variation positive de 1% du taux directeur.

Les retards de transmission trouvés sont beaucoup plus importants dans les grandes économies avancées (25 à 50 mois de retard) que dans les pays nouvellement intégrés dans l'Union Européenne (10-20 mois de retard). Les auteurs suggèrent que le facteur le plus important derrière ces hétérogénéités est bien le développement financier, qui est corrélé négativement avec la vitesse de transmission de la politique monétaire. Par ailleurs, l'ouverture remarquable du commerce extérieur des nouveaux membres de l'Union Européenne est à associer, selon l'étude, à une transmission rapide de la politique monétaire. Les auteurs soulignent aussi que les études utilisant une modélisation VAR sur des données mensuelles au lieu qu'elles soient trimestrielles, donnent systématiquement une transmission rapide.

De ce fait, les pays qui connaissent un développement financier important disposent d'institutions financières ayant la possibilité de pouvoir se couvrir contre les chocs monétaires, ce qui va de pair avec l'approche du crédit en matière des canaux de transmission de la politique monétaire qui fait valoir que les intermédiaires financiers jouent un rôle important dans la transmission monétaire (Cecchetti (1999)).

## **2 - La transmission de la politique monétaire dans les pays en développement.**

A l'instar des travaux réalisés en matière d'explication des mécanismes de transmission de la politique monétaire dans les pays avancés ou développés, plusieurs économistes se sont intéressés aussi, à étudier lesdits mécanismes dans les pays en voie de développement, afin d'expliquer à la fois, comment ce processus fonctionne pour prédire l'efficacité des canaux de transmission utilisés dans cette approche.

Dans le cadre d'une étude analytique sur les effets des mesures de la politique monétaire sur le comportement des prêts bancaires, ainsi que leurs différences entre pays développés et PED. Mishra, Montiel et Spilimbergo (2012) ont réalisé des travaux empiriques afin d'examiner les liens entre les taux directeurs et les taux des prêts bancaires (ces liens sont connus sous le nom de Pass-Through du taux d'intérêt). Pour ce fait, ils ont mené leur étude sur deux étapes : la première consistait à examiner la corrélation partielle entre les changements de taux de réescompte (pour les Banques centrales qui l'utilisent en tant qu'instrument de la politique monétaire) et la variation des taux du marché monétaire. Quant à la deuxième, elle se basait sur l'évaluation de la corrélation partielle entre les taux du marché monétaire et les taux des prêts bancaires.

A travers cette étude, les auteurs ont pu constater que la corrélation à court terme entre les variations des taux de réescompte et les taux du marché monétaire est presque trois (03) fois plus élevée dans les pays développés que dans les Pays en voie de développement PED, au moment où les corrélations à long terme sont presque deux (02) fois plus élevées. Aussi, la corrélation à court terme entre les taux du marché monétaire et les taux des prêts bancaires, d'autre part, était deux fois plus élevée dans les pays développés que dans les PED, tandis que la corrélation à long terme était différente d'environ 20%.

Les résultats que les auteurs ont pu tirer de cette étude sont que, les liens entre les taux directeurs et les taux des prêts bancaires ont tendance à être beaucoup plus faible dans les PED que dans les pays à revenu élevé, aussi que le Pass-Through peut se renforcer par un accroissement de la transparence institutionnelle et peut s'affaiblir par l'intensification de la concentration bancaire (en tant que mesure de la concurrence dans le secteur bancaire).

Greene et Villanueva (1991), à travers une estimation de la fonction d'investissement d'un échantillon de 23 économies en développement sur une période allant de 1975 à 1987, ont montré que le taux d'intérêt réel a un effet négatif, statistiquement significatif, sur l'investissement privé. Ils ont trouvé qu'une augmentation du taux d'intérêt réel d'un pourcent (1%) réduit l'investissement privé de 0,1 %.

En jetant un coup d'œil sur des travaux empiriques effectués pour le compte des pays en développement en Afrique par exemple on trouve :

En 2002, Uanguta et Ikhide, ont étudié les épisodes d'un resserrement de la politique monétaire par la banque centrale Sud-Africaine pour examiner les impacts des changements du taux directeur sur les variables réelles. Les auteurs ont estimé un modèle VAR en utilisant comme variables : l'investissement privé, les prix à la consommation, l'offre de la monnaie et le

taux d'intérêt.

A l'issue de leurs travaux, ils ont trouvé que l'application d'une politique monétaire restrictive a conduit à la hausse du taux d'intérêt, et par la suite à la baisse de l'investissement privé, ce qui montre alors l'efficacité de la transmission des changements du taux directeur aux taux débiteurs, et à partir de ce dernier à l'investissement. Aussi ces économistes ont pu montrer que le changement du taux de la banque centrale a été transmis aux taux des prêts bancaires, ce qui confirme l'efficacité de ce canal. Il reste que d'autres économistes ont lié la limitation de l'efficacité du canal des prêts bancaires à la taille et les imperfections du secteur financier.

Une étude en 2009 effectuée par Buigut, a analysé la transmission de la politique monétaire dans les pays suivants : Kenya, Tanzanie et Ouganda. L'auteur s'est basé dans cette étude sur une approche VAR avec trois variables : la production réelle, l'inflation et le taux directeur (en tant que variable endogène). Ce dernier a pu montrer que les variations du taux directeur n'ont pas des effets significatifs sur la production et l'inflation, en terminant par conclure que la transmission de la politique monétaire est faible dans ces trois pays.

### **3 - La transmission de la politique monétaire dans les pays en développement.**

Parmi les études empiriques qui ont touché le Maroc en matière de politique monétaire, on note celles réalisées par Boughrara en 2008, qui s'est basée dans ses travaux sur un modèle VAR afin d'analyser la transmission de la politique monétaire au Maroc et en Tunisie. L'auteur a pu sortir avec le résultat du bon fonctionnement du canal du crédit bancaire dans les deux pays objet de l'étude, et conclure l'inefficacité du canal du taux de change dans ces derniers.

Neaime (2008) quant à lui, a conclu la domination du canal du taux d'intérêt dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire au Maroc et en Tunisie, et a montré qu'entre le taux d'intérêt et le taux d'inflation existe des corrélations très significatives.

Boughrara 2009, a statué dans son étude sur l'efficacité du canal du crédit et celui du taux d'intérêt en Tunisie, et l'inefficacité du canal du taux de change et celui des prix des actifs en Tunisie et au Maroc.

Une autre étude qui a introduit le Maroc dans un échantillon de cinq pays à côté de l'Égypte, l'Iran, la Jordanie et la Tunisie, était menée par Aysan et Al en 2005, et avait utilisé une approche de données de panel, a constaté que le taux d'intérêt réel avait un impact négatif sur les projets d'investissement des

entreprises de ces pays dans la période de 1980 à 1990.

Avec un échantillon de 10 pays relevant de la région MENA, une étude de Zeaei en 2009 basée sur la cointégration, a montré que les changements des taux directeurs impactent négativement les prêts bancaires au moins à court terme, sans évoquer l'impact de ces derniers sur la demande agrégée.

La dernière étude dans cette partie de revue de littérature empirique nous mène vers une modélisation macroéconomique réalisée par des spécialistes du terrain, relevant de la BAM. Bennouna, Lahou et Mossadak en 2016, ont procédé à une identification empirique des canaux de transmission de la politique monétaire au Maroc, en estimant un modèle SVAR, et ce afin d'analyser les effets des variations du taux d'intérêt interbancaires (TMP) sur les principaux agrégats macroéconomiques à savoir : le PIB, l'inflation, les crédits et le MASI.

A l'issue de leur étude, les spécialistes en question ont montré que les chocs de politique monétaire ont un effet négatif à la fois sur la croissance, l'inflation, les prix des actifs financiers et les crédits, mais avec une incidence plus forte sur ces derniers. Toujours dans le même contexte Bennouna, Lahou et Mossadak (2016), ont effectué des analyses basées sur une comparaison de la transmission de la politique monétaire au Maroc à la fois au PIB et à l'inflation, et ce relativement à un panel de pays développés, émergent et en voie de développement (la Tunisie, la Turquie, le Chili, l'Égypte, l'Australie, l'Inde ....) et à partir des travaux de référence comme ceux de (Boughrara, 2009) et (Boivin et Al, 2010).....

Les résultats de cette étude mettent l'accent sur le rôle important de l'environnement de la mise en œuvre de la politique monétaire dans l'effectivité des canaux de transmission. Car on remarque que les impacts sont plus accentués et les délais de transmission sont plus courts au niveau du PIB et de l'inflation dans les pays avancés, alors qu'ils sont plus faibles dans les pays émergents et en voie de développement.

A la fin de cette étude, les auteurs ont conclu que le Maroc arrive dans la frontière qui sépare les deux catégories d'économies développées et émergentes, et que la politique monétaire dans ce pays, peut agir positivement sur les déséquilibres conjoncturels dans l'objectif du maintien de la stabilité des prix, malgré les contraintes de l'environnement macroéconomique.

## **VI. Evaluation du rôle du canal des crédits dans la transmission de la politique monétaire.**

### **1 - Données**

Les variables retenues dans notre étude sont constituées d'un premier bloc comprenant le Produit Intérieur Brut (PIB) et l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) comme étant les variables cibles qu'on cherche à expliquer leurs réactions aux changements et aux décisions monétaires. Pour cela un autre bloc constitué de l'agrégat (M3), les crédits à la consommation (CRDTCS), les avances à 7 jours et le taux de marché interbancaire (TMI), sera ajouté au bloc précédent.

Il est à noter que les séries de données objet de l'étude sont de fréquences trimestrielles couvrant la période allant du 1er trimestre 2007 au 4ème trimestre 2021. Elles sont stationnaires d'ordre 1, d'après le test de Dickey Fuller augmenté (ADF).

## **2 - Méthodologie**

Dans le cadre de notre étude sur les canaux de transmission de la politique monétaire, l'analyse des interactions dynamiques entre les variables du système étudié paraît nécessaire. Pour cette fin et en se basant sur les données extraites et analysées dans les sections précédentes, on a constaté que la modélisation VAR est l'approche la plus appropriée à notre démarche, car cette dernière permet de comprendre et assimiler la transmission ou la propagation dans un horizon immédiat et retardé, des impulsions des variables « choquées » issues de la sphère monétaires, sur les autres variables issues de la sphère réelle, parce que le modèle VAR qualifie toutes les variables comme endogènes et les explique en fonction de leur historique et celui des autres variables.

La modélisation VAR retrouve ses origines dans les travaux pionniers de Sims (1980) et la critique faite à l'encontre de la modélisation économétrique classique (à plusieurs équations), son avantage réside dans la réduction importante du nombre d'équations qu'il offre pour décrire un niveau macro-économique.

L'objectif derrière l'utilisation du VAR est de tester l'opérationnalité des principaux canaux de transmission (canal du crédit plus particulièrement) et d'analyser à la fois le degré et le délai de la transmission de la politique monétaire.

Les caractéristiques stochastiques de nos séries (toutes intégrés en I ①) nous a permis de choisir un modèle VAR standard. L'adoption de cette approche nous paraît pertinente dans la mesure où elle offre une analyse de l'impact des chocs orthogonaux en provenance des variables de la sphère monétaire, réputées exogènes sur les variables macro-économiques (qualifiées endogènes : PIB et Inflation).

Un modèle VAR à un nombre  $k$  variables et à un  $p$  décalages est le suivant :

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

Avec  $Y_t$  représente le vecteur constitué des variables endogènes (dans notre cas PIB, IPC, CRDTCS, M3, AV7J et TMI),  $A_0$  est la constante,  $A_p$  la matrice des coefficients à estimer par la méthode des MCO et  $\varepsilon_t$  est le vecteur des termes d'erreur.

Vu que la théorie propre à la modélisation VAR préconise un respect du classement des variables de la plus exogène à la plus endogène et que les variables doivent être intégrées, on va retenir l'ordre suivant : le TMI, AV7J, M3, CRDTCS, PIBR, IPC.

L'objectif derrière l'adoption de cet ordre, c'est que la méthodologie conventionnée suppose que la 1ère série ne soit pas simultanément affectée par les innovations des autres variables, La 2ème variable, quant à elle, est impactée simultanément par les innovations de la 1ère variable et ainsi de suite.

La méthodologie suivie en matière d'élaboration d'un modèle VAR standard repose sur les étapes ci-après :

- 1- Tester la stationnarité des séries ;
- 2- La détermination du nombre de retard optimal ;
- 3- Estimation du modèle VAR ;
- 4- Vérification de la stabilité du modèle VAR ;
- 5- Analyse des fonctions de réponse impulsionnelles ;
- 6- Analyse de la décomposition de la variance ;
- 7- Etude de la causalité au sens de Granger ;

### **3 - Résultats et interprétations**

En se référant aux données sur la détermination du nombre des retards, le nombre qui minimise les deux critères Akaike et Schwartz est bien celui du ( $P=2$ ), qu'on on va retenir et qui sera affecté à notre modèle VAR [2], c'est-à-dire processus VAR d'ordre 2.

A partir des estimations des coefficients relatifs à l'IPC, on remarque un léger impact de la variable des crédits à la consommation sur l'indice des prix. Quant à la variable PIBR, on constate qu'elle est influencée par les avances à sept jours, ce qui confirme ce qu'on a supposé comme rôle principale que joue cet instrument adopté par BAM dans la transmission de ces interventions et des décisions monétaires, à l'activité économique. La variable de l'indice des prix impacte aussi le PIB réel, ce qui est réputé dans la littérature sur le rôle traditionnel que joue l'inflation en matière de stimulation de la demande et par la suite la production.

En outre, on remarque que la variable crédit propre à cette étude, impacte légèrement la variable réelle du (PIBR), ce qui ne converge pas en quelque sorte avec nos attentes théoriques qui ont été basées sur une affectation forte au PIB réel, ce qui nous mène à se poser la question sur le rôle des banques dans la distribution des crédits et le choix peut être orienté vers la préférence à la liquidité pour assurer une stabilité des trésoreries ou l'emploi des excédents dans le marché interbancaire.

Afin d'examiner la propagation des fluctuations en réponses aux chocs, on va s'intéresser aux fonctions de réponses impulsionnelles et plus particulièrement celles du PIB réel, l'IPC et les crédits à la consommation, pour rester fidèle à l'objectif souligné par notre étude en matière d'analyse de la transmission de la politique monétaire marocaine à l'activité économique et à l'inflation via le canal du crédit.

En se référant aux fonctions de réponses impulsionnelles relatives à la réaction de la variable (IPC) aux différents chocs issus des décisions monétaires, on remarque par exemple que les prix s'apprécient en réponse au choc issu de la variable crédit avant de diminuer progressivement le long de la période de l'étude. Ce qui est normale vu que les ménages ont un accès davantage aux crédits, ce qui les encourage à consommer de plus, et par la suite une hausse des prix sera attendue comme en réponse.

On sait qu'un choc positif du crédit bancaire stimule la production, mais l'analyse de la réaction du (PIB) face à celle des crédits dans notre étude, montre une légère réponse dans les 3 premières périodes avant qu'elle soit faiblement touchée par les chocs.

Nous adoptons les enseignements théoriques stipulant que l'activité économique baisse à cause d'un choc restrictif de politique monétaire, parce que lorsque le coût des prêts est élevé, les décisions de consommation et d'investissement des agents économiques se découragent, choses qui portent un coup de frein à la production. Ce résultat converge avec celui de Neamie (2008) Moumni et Nahhal (2016), mais diverge avec celui de Boughrara (2009) qui a affirmé que le PIB au Maroc augmente même s'il y a lieu à un resserrement monétaire.

Aussi on remarque que la réaction du PIB est tout à fait neutre face aux chocs de l'agrégat M3, durant presque toutes les périodes de l'étude. Ce comportement du PIB face à ce choc de la masse monétaire est inattendu. Car l'expansion monétaire permet de rendre les conditions de financement de l'économie plus flexibles, en encourageant les établissements financiers à baisser leurs taux et augmenter leurs offres de financement des crédits.

Au niveau des crédits à la consommation, on remarque que le choc de politique monétaire caractérisé par une hausse du TMI que connaissait le

marché interbancaire depuis 2007 (pour les quatre trimestres) s'est traduit par une hausse significative dès le début de la réponse (réponse de la variable crédit au choc du TMI). Ce comportement de la quantité des crédits à la consommation distribuée est tout à fait contraire aux hypothèses théoriques, qui stipulent une contraction du volume des crédits distribués suite à la hausse des taux d'intérêt. Ce résultat est divergent par rapport à ceux d'Ortiz et Barcelo (2010) qui avaient constaté une diminution de la quantité des crédits bancaires octroyée suite à la hausse des taux d'intérêt.

A partir de ces constatations, il semble donc que le resserrement monétaire n'a pas empêché les banques marocaines de distribuer des crédits à leurs clients. Ce comportement est dû peut-être aux engagements contractuels des banques en premier lieu, et au degré de concurrence et l'image de ces institutions sur le marché, ainsi qu'à l'état de la liquidité que connaissait le marché et qui a laissé ce dernier fonctionner et répondre tardivement aux chocs.

L'analyse des résultats du test de causalité au sens de Granger a permis de montrer l'existence d'une causalité bidirectionnelle entre la variable (PIB réel) et la variable AV7J (les avances à 7 jours), et que la variable des crédits à la consommation cause la variable de l'indice des prix.

En plus - la variable des crédits à la consommation - le test de causalité a montré sa contribution à la transmission monétaire au PIB, mais d'une façon légère relativement à celle des avances à 7 jours, loin de l'impact visé en réalité et qui pourra soutenir l'activité économique, donc une question sur la limitation de ce canal se pose.

Alors on peut dire que les avances à 7 jours sont les premiers performants en matière de transmission monétaire à l'activité économique, ce qui confirme une autre fois tout ce qui a été prouvé empiriquement (test de causalité de Granger, fonction de réponses impulsionnelles), concernant la contribution de cet instrument dans la transmission au PIB réel, malgré l'éventuel freinage issu de la faible transmission du canal des crédits à la consommation.



## Conclusion

La modélisation VAR, nous a permis d'analyser la transmission de la politique monétaire au Maroc à travers des variables d'ordre financier et réel. Les résultats ainsi obtenus ont fait apparaître un acheminement incomplet des actions menées par BAM vers les variables cibles (PIB et Inflation). Les réponses de ces dernières ne sont pas souvent conformes aux attentes théoriques. De même, le canal monétaire ressort dominant par rapport au canal du crédit (avances à 7 jours par exemple). Ces résultats reflètent d'une part, une faiblesse, voire un dysfonctionnement au niveau de la transmission par le canal des crédits au PIB, ce qui freine le rôle important que joue les avances à 7 jours dans la transmission monétaire à la même variable, et d'autre part une contribution à affecter l'IPC, même s'elle est légère est garantie par le canal du crédit.

L'analyse de ces résultats, met l'accent sur l'origine de cette faiblesse, que nous pouvons la lier à la défaillance du système bancaire, chose qui pourra nous renseigner sur le rôle du contrôle des banques commerciales assuré par la banque centrale, ce qui confirme en quelque sorte notre hypothèse (H1) adoptée au début de ce travail, qui prévoyait que les prix et l'activité économique au Maroc sont faiblement impactés par le canal du crédit.

Il reste que ces constatations sont propres à ces variables et périodes étudiées, et non pas toutes les variables qui représentent les canaux de transmission issus des instruments adoptés par Bank Al-Maghrib, pour ne pas remettre en cause tout le cadre de conduite de la politique monétaire menée par la BC marocaine.

## Bibliographies

- Bénassy-Quéré et al. (2009), « The Crisis: Policy Lessons and Policy Challenges », Document de Travail, Cepii, n° 2009-28.
- Bennouna, Lahlou. (2016), Document de travail sur l'analyse des canaux de transmission de la politique monétaire au Maroc. (LA BAM 2016).
- Bernanke et Gertler (1995), À l'intérieur de la boîte noire : le canal du crédit pour la transmission de la politique monétaire, Le Journal des perspectives économiques, Vol. 9, n° 4
- Cecchetti, S.G. (1999). Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism. *Economic Policy Review* (July). 9–28.
- Dedola L. and F. Lippi (2000). The monetary transmission mechanism: evidence from industry data of five OECD countries, Banca d'Italia Temi di discussione No 389, December.
- Eichenbaum, M., & C. L. Evans (1995). Some empirical evidence on the effects of shocks to exchange rates. *International Monetary Fund Staff Papers*, 9③. 369-379.
- Echaoui et al 2018, Impact du taux de change sur la croissance économique : une analyse en modèle VAR des canaux de transmission cas du Maroc.
- Fleming, J.M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating monetary policy on exchange rates. *Quarterly Journal of Economics*, 110④. 975-1010
- Frankel, J, S L Schmukler and L Servén (2004). Global transmission of interest rates: monetary independence and currency regime, *Journal of International Money and Finance*, vol 23, no 5, pp 701–33.
- F. MISHKIN (1996), Les canaux de transmission monétaire : Leçons pour la politique monétaire, *Bulletin de la banque de France* – n° 27.
- Moumni, Nahhal. (2016). Rôle du crédit dans la transmission de la politique monétaire au Maroc, *Critique économique* n°34 prin-été 2016.
- Mehrotra, A. (2007) Exchange and Interest Rate Channels during a Deflationary Era – Evidence from Japan, Hong Kong and China. *Journal of Comparative Economics* 35, 188-210.
- Taylor, John B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *Journal of Economic Perspectives*, 9 ④:11–26.