

« Évolution du cadre opérationnel et efficacité de la transmission de la politique monétaire au Maroc »

« Evolution of the Operational Framework and the Effectiveness of Monetary Policy Transmission in Morocco »

Abdessamad ZAKANI, (Docteur en Sciences de Gestion)
Laboratoire Finance Banque et Gestion des Risques
Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Casablanca
Université Hassan II Ain Chock, Casablanca, Maroc
zakani.abdessamad@gmail.com

Othman ELADLI (Docteur en Sciences de Gestion)
Laboratoire Finance Banque et Gestion des Risques
Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales de Casablanca
Université Hassan II Ain Chock, Casablanca, Maroc
othmaneladli@gmail.com

Résumé

Le présent article propose une analyse critique et structurée de l'évolution de la politique monétaire au Maroc dans le cadre plus large des réformes macroéconomiques engagées depuis l'indépendance. Il met en lumière le rôle central de la politique monétaire dans la modernisation de l'architecture économique nationale, en insistant sur sa transformation progressive vers un cadre plus cohérent, transparent et aligné sur les standards internationaux. L'étude s'articule autour de trois grandes phases historiques : une première période marquée par une forte intervention de l'État et une politique monétaire discrétionnaire ; une seconde phase caractérisée par l'adoption d'instruments indirects dans un contexte de libéralisation financière ; et enfin, une phase actuelle orientée vers un régime de ciblage de l'inflation. L'article examine les avancées réalisées, les défis persistants ainsi que les conditions institutionnelles et opérationnelles nécessaires à la réussite de cette transition. À travers cette analyse, il vise à éclairer les choix stratégiques des autorités monétaires et à contribuer au débat sur l'avenir du pilotage macroéconomique au Maroc.

Mots clés : Politique monétaire ; réformes macroéconomiques, Bank Al-Maghrib, Ciblage de l'inflation – Cadre monétaire

Abstract:

This article offers a critical and structured analysis of the evolution of monetary policy in Morocco within the broader context of macroeconomic reforms undertaken since independence. It highlights the central role of monetary policy in modernizing the country's economic architecture, emphasizing its gradual transformation toward a more coherent, transparent framework aligned with international standards. The study is organized around three major historical phases: an initial period marked by strong state intervention and discretionary monetary policy; a second phase characterized by the adoption of indirect instruments in a context of financial liberalization; and a current phase oriented toward an inflation targeting regime. The article examines the progress achieved, the ongoing challenges, and the institutional and operational conditions necessary for the success of this transition. Through this analysis, it seeks to inform the strategic choices of monetary authorities and contribute to the debate on the future of macroeconomic governance in Morocco

Keywords: Monetary policy – Macroeconomic reforms – Bank Al-Maghrib – Inflation targeting – Monetary framework

1-Introduction

La modernisation de l'architecture macroéconomique constitue un axe central des politiques économiques marocaines. Dans ce cadre, le Maroc a engagé, depuis son accession à l'indépendance, un ensemble de réformes structurelles et de stratégies économiques visant à instaurer un modèle de développement à la fois soutenable et performant. Ces orientations ont cherché à valoriser le potentiel économique national, tout en s'attachant à corriger les déséquilibres et rigidités structurels susceptibles d'entraver l'émergence d'une croissance inclusive et durable.

Parmi les piliers essentiels de cette dynamique réformatrice figure la politique monétaire, qui n'a nullement été épargnée par les transformations engagées. Une lecture analytique de son évolution au fil des décennies met en exergue l'émergence progressive d'un cadre monétaire de plus en plus cohérent, efficace et aligné avec les standards internationaux, positionnant ainsi le Maroc parmi les économies en développement les plus avancées en matière de conduite de la politique monétaire.

Dans cette trajectoire d'amélioration continue, les autorités monétaires marocaines ont réaffirmé, au cours des dernières années, leur volonté d'opérer une transition vers un régime de ciblage de l'inflation. Ce régime est désormais perçu comme le plus approprié pour faire face aux défis macroéconomiques contemporains, notamment la maîtrise des tensions inflationnistes, l'ancrage des anticipations et le renforcement de la crédibilité de la politique monétaire.

La réussite de cette transition, cependant, dépend fondamentalement du degré de maturité opérationnelle et institutionnelle atteint par l'ensemble du dispositif monétaire. Elle requiert également un environnement financier et macroéconomique stable, des capacités d'analyse et de prévision développées, ainsi qu'une communication efficace avec les agents économiques. C'est dans cette perspective que s'inscrit le présent article, dont l'objectif principal est d'offrir une lecture critique et structurée de l'évolution des pratiques monétaires au Maroc. L'analyse proposée s'articule autour de trois temps forts marquant l'histoire de la politique monétaire nationale :

- **Le premier temps** est celui d'une politique monétaire embryonnaire, conduite dans un cadre caractérisé par une forte discrétion et une intervention directe de l'État, où la Banque centrale jouait un rôle secondaire dans le pilotage de l'activité économique.
- **Le second temps** marque une transition significative vers une approche de type "politique de règle", reposant sur l'utilisation d'instruments indirects du marché, dans un contexte de libéralisation financière et d'ajustements structurels.
- **Enfin, le troisième temps**, qui constitue la phase actuelle, est représenté par l'adoption d'un cadre monétaire avancé, dominé par une autonomie accrue de Bank Al-Maghrib, une rationalisation des instruments d'intervention et une orientation graduelle vers un régime de ciblage d'inflation.

Ce découpage analytique nous permettra de mieux appréhender la trajectoire de transformation du cadre monétaire marocain, d'en évaluer la cohérence stratégique, et de cerner les conditions de réussite du basculement vers un régime plus transparent et prévisible, fondé sur la stabilité des prix comme ancrage central de la politique économique.

Pour entamer cette analyse, nous proposons une revue de la littérature consacrée à l'évolution de la conduite de la politique monétaire, en mettant l'accent sur l'émergence et la diffusion des politiques monétaires fondées sur des règles. Cette approche permet de retracer les fondements théoriques et empiriques de ces cadres de conduite, d'en examiner les principales justifications

économiques, ainsi que d'en apprécier les apports et les limites au regard des objectifs de stabilité macroéconomique.

2. Revue de littérature sur la conduite de la politique monétaire :

L'effondrement du régime de Bretton Woods (1944-1971), a imposé des changements profonds dans le système monétaire international et une reconstitution de la réflexion autour d'un nouveau modèle économique. Durant cette époque, beaucoup d'économies ont dû faire face à un désordre monétaire, dont la principale cause est l'instabilité des prix. En effet, les deux crises pétrolières des années soixante-dix, la crise asiatique et celle des Etats d'Amérique du sud en témoignent.

C'est ainsi, que des travaux de recherche ont été développés afin de limiter les conséquences de la propagation de ces turbulences économiques, tout en essayant de les éviter et les anticiper dans le futur.

Ces recherches ont été effectuées autour d'un consensus général, dans la mesure où les économistes se sont accordés sur le fait que l'objectif de stabilité des prix est une condition nécessaire pour assurer la bonne conduite de la politique monétaire. Cependant, la question qui s'est posée est la suivante : comment peut-on appliquer une politique monétaire qui pourra garantir la stabilité des prix ?

Ainsi, la conduite de la politique monétaire va connaître un renouvellement profond à partir des années 1970, notamment à la suite de la remise en cause des politiques discrétionnaires et de l'émergence des approches fondées sur des règles. Les travaux fondateurs de Kydland et Prescott (1977)¹ ainsi que de Barro et Gordon (1983)² ont mis en évidence les problèmes d'incohérence temporelle associés à la discrétion, plaidant en faveur de cadres monétaires plus crédibles et transparents.

En effet, jusqu'aux années 1970, les banques centrales se voyaient généralement confier des mandats larges ou imprécis, impliquant des arbitrages difficiles à mener entre plusieurs objectifs, tels que la croissance économique, le plein emploi, la stabilité des prix et l'équilibre externe.

Devant la montée de l'inflation durant les années 1970 et 1980, l'expérience va montrer que la gamme des objectifs que les autorités monétaires peuvent réellement atteindre, est très étroite.

¹ Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–491.

² Barro, R.J. and Gordon, D.B. 1983. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), July : 101-122.

Par conséquent, les banques centrales ont compris que le maintien de la stabilité des prix devrait être le principal objectif de la politique monétaire. Afin de remplir ce nouveau mandat, elles ont mobilisé des politiques d'ancrage avec des instruments intermédiaires, telles que la politique de ciblage des taux de change et la politique de ciblage des agrégats monétaires.

Le ciblage d'un agrégat monétaire peut être qualifié comme une première solution qui a été retenue à partir des années 1970³, sous l'influence des idées monétaristes de Milton Friedman. Cependant, cette orientation va montrer ses limites à cause de la perte de contrôlabilité des agrégats monétaires, en raison de l'instabilité de la demande de monnaie qui s'explique par les innovations financières et la libéralisation des comptes de capital.

L'ancrage par le taux de change, peut être considéré comme une deuxième solution qui a été mobilisée par les autorités monétaires pour atteindre la stabilité des prix, à travers l'utilisation d'une devise de référence, dont la valeur est considérée comme un objectif intermédiaire. Toutefois, les grandes crises de change des années quatre-vingt-dix, vont contribuer à la remise en cause d'une telle pratique.

Dans ce contexte, la recherche d'une cible alternative est devenue la principale préoccupation de nombreux chercheurs et praticiens. C'est ainsi que le ciblage de l'inflation a été défini comme un nouveau cadre de conduite de la politique monétaire pour la première fois en 1990 par la Nouvelle-Zélande.

Il s'agit désormais d'une stratégie de politique monétaire qui repose sur la définition d'un objectif direct d'inflation, en abandonnant la recherche de réaliser tout objectif intermédiaire.

Au moment de son apparition, ce nouveau cadre monétaire n'était pas connu par une appellation spécifique. Au fil du temps, il est devenu très répandu dans le monde, grâce à ses performances en matière de la stabilité des prix et la croissance économique. Il se présente en fait, comme un aboutissement de l'esprit pragmatique des autorités monétaires.

Concrètement, il s'agit d'un cadre de politique monétaire, axé sur la stabilité des prix en faisant référence à une cible d'inflation, quantifiée et annoncée au public, à atteindre par la banque centrale dans un horizon de temps fixé à l'avance.

Aujourd'hui, 45⁴ pays adoptent le ciblage d'inflation, dont près de la moitié sont des économies émergentes ou à faible revenu.

³ Cette politique se fonde sur le principe de Friedman (1960-1968) où il propose une règle de $k\%$ fondée sur l'idée que la valeur de monnaie doit être désormais l'unique objectif que la banque centrale peut et se doit de réaliser

⁴ Jácome, L. I., Magud, N. E., Pienknagura, S., & Uribe, M. (2025). Inflation Targeting and the Legacy of High Inflation (IMF Working Paper No. 2025/079). International Monetary Fund

Dans ce prolongement, les politiques de ciblage de l'inflation se sont progressivement imposées comme un cadre de référence pour de nombreuses banques centrales, en raison de leur capacité à ancrer les anticipations inflationnistes, réduire l'incertitude macroéconomique et améliorer la crédibilité des autorités monétaires (Svensson, 1997⁵ ; Clarida et al., 1999)⁶.

S'agissant du Maroc, les travaux existants soulignent la modernisation progressive du cadre monétaire, marquée par le renforcement de l'autonomie de Bank Al-Maghrib, l'adoption d'instruments indirects et la mise en place d'un cadre analytique multicritère (Bouoiyour, 2003)⁷.

Toutefois, la majorité de ces travaux abordent la politique monétaire sous un angle institutionnel ou descriptif, laissant subsister un besoin d'analyse structurée intégrant à la fois les évolutions historiques, analytiques et opérationnelles du cadre monétaire marocain..

Le présent article s'inscrit dans cette perspective en proposant une lecture intégrée de l'évolution de la politique monétaire au Maroc, en mettant en évidence les conditions de maturité du cadre actuel et les enjeux liés à la transition vers un ciblage explicite de l'inflation.

3- Genèse de la politique monétaire au Maroc :

Depuis sa création en 1959, Bank Al-Maghrib a connu une transformation progressive et significative de sa stratégie de conduite de la politique monétaire⁸. Cette transformation s'est inscrite dans un double objectif : d'une part, assurer à l'économie nationale un approvisionnement adéquat en moyens de paiement, nécessaires au financement de l'activité productive et à la stimulation de la croissance ; d'autre part, préserver la stabilité de la valeur de la monnaie nationale dans un contexte économique en perpétuelle mutation⁹.

L'évolution de cette politique s'est articulée autour de plusieurs phases distinctes, étroitement corrélées aux dynamiques économiques, financières et institutionnelles, tant au niveau national qu'international¹⁰. Au cours des années 1960, dans un contexte de construction économique

⁵ Svensson, L.E.O. (1997). Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review* 41(6), 1111-1146

⁶ Clarida, R., Gali, J. et Gertler, M. (1999). The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature* 37(4), 1661-1707.

⁷ Bouoiyour, J. (2003). Libéralisation financière et politique monétaire au Maroc : quels effets sur la stabilité macroéconomique ? *Les Cahiers du CEMAREF*, (11)

⁸ Bank Al-Maghrib (2022). *Rapport Annuel sur la situation économique, monétaire et financière*. Rabat.

⁹ Idem

¹⁰ Abouchta, S. (2012). La politique monétaire au Maroc : évolution, efficacité et perspectives. *Revue Marocaine d'Économie*, n° 10.

postindépendance marqué par une forte intervention de l'État, les autorités monétaires marocaines ont opté pour une gestion discrétionnaire de la politique monétaire. Celle-ci visait principalement à orienter l'économie vers des objectifs de développement et de croissance, selon une logique planifiée et administrée¹¹.

Dans cette optique, la Banque centrale mobilisait un arsenal d'instruments d'intervention à caractère quantitatif et réglementaire. Ces instruments avaient pour finalité d'agir directement sur le volume de crédit distribué par les établissements bancaires, ainsi que sur les conditions de financement de l'économie¹². À travers le contrôle de la liquidité bancaire et la fixation de plafonds de crédit sectoriels, Bank Al-Maghrib exerçait un rôle actif dans la canalisation des ressources financières vers les secteurs jugés prioritaires par les pouvoirs publics¹³.

Ce mode de gestion centralisée et dirigiste de la politique monétaire, bien qu'adapté aux contraintes structurelles de l'époque, a progressivement montré ses limites. La rigidité de ces mécanismes d'intervention, leur faible réactivité aux chocs exogènes, ainsi que les transformations profondes du système financier international ont conduit à une remise en question de ce paradigme monétaire¹⁴. Les paragraphes suivants s'attacheront à analyser les caractéristiques fondamentales de cette phase d'interventionnisme monétaire, avant d'examiner les facteurs économiques, institutionnels et contextuels ayant motivé sa révision au profit de mécanismes plus libéralisés et indirects de régulation monétaire.

3-1 - Les actions de contrôle direct des crédits à l'économie :

Depuis l'indépendance du Maroc jusqu'à la fin des années 1980, la politique monétaire adoptée s'est largement inspirée de la pensée keynésienne¹⁵. Elle reposait principalement sur des méthodes de contrôle direct, notamment à travers la régulation des taux d'intérêt. Ainsi, les autorités utilisaient cet instrument pour stimuler ou freiner l'investissement et la croissance, en fonction des priorités économiques fixées par l'État.

¹¹ Bank Al-Maghrib (2010). Cinquantenaire de Bank Al-Maghrib : 50 ans d'histoire monétaire du Maroc. Publications officielles.

¹² El Khorassani, M. (2007). Les mutations du système bancaire marocain. Éditions Le Harmattan.

¹³ Ministère de l'Économie et des Finances (2006). La politique économique et monétaire au Maroc depuis l'indépendance. Rabat

¹⁴ FMI (1990). Rapport sur le Maroc : programmes d'ajustement structurel et réformes économiques. Washington, D.C.

¹⁵ Banque mondiale (1992). Morocco: Adjustment and Economic Growth in the 1980s. Country Study.

Durant cette période, la politique monétaire avait pour objectif central de proposer des solutions de financement adaptées aux besoins des secteurs jugés stratégiques¹⁶. Étant donné que le crédit à l'économie représentait une source essentielle de création monétaire, les autorités monétaires ont choisi de contrôler son évolution, à la hausse comme à la baisse, selon les orientations de la politique économique nationale.

Ce contrôle administré s'appuyait sur un ensemble d'instruments et de techniques visant à restreindre la distribution de crédits, afin d'empêcher que la masse monétaire ne croisse à un rythme supérieur à celui de la croissance économique¹⁷. C'est dans cette logique qu'a été instauré, en 1969, le mécanisme d'encadrement du crédit, imposant à chaque établissement bancaire un volume de crédits à accorder, en cohérence avec les objectifs de progression de la masse monétaire et de croissance¹⁸.

3-2 - La transition vers une politique monétaire de règle :

Alors que la période pré-indépendance était marquée par l'adoption d'un cadre monétaire d'inspiration keynésienne, où la politique monétaire constituait un instrument central au service de l'État, la phase qui a suivi l'adoption du programme d'ajustement structurel a amorcé une profonde reconfiguration des objectifs monétaires¹⁹. Cette transition s'est traduite par un glissement progressif vers une politique monétaire de type libéral, fondée sur les principes monétaristes, où la stabilité des prix devient l'objectif primordial²⁰.

Ce changement de paradigme s'est opéré en parallèle avec un processus de libéralisation financière et un retrait progressif de l'intervention de l'État dans la sphère économique²¹. Il s'est également accompagné du remplacement progressif des instruments d'intervention directe – tels que les plafonds de crédit ou les taux administrés – par des instruments indirects, davantage en phase avec une régulation monétaire fondée sur les mécanismes de marché²².

¹⁶ Ait Belkacem, M. (2015). *L'évolution de la politique monétaire au Maroc depuis l'indépendance*. Thèse de doctorat, Université Mohammed V, Rabat

¹⁷ Lahmidi, A. & Boulahya, M. (2005). *Les réformes monétaires et financières au Maroc : une lecture critique*. Centre Marocain de Conjoncture.

¹⁸ Bank Al-Maghrib, Rapport Annuel, années 1969–1972

¹⁹ Benlamine, H. (2002). *Politique monétaire et régulation financière au Maroc*. Publications de la FSJES.

²⁰ El Mandjra, N. (2000). Réformes financières et mutation de la politique monétaire au Maroc. *Revue Marocaine d'Économie*, (63), 45–62

²¹ *Bank Al-Maghrib*. (2007). Rapport annuel sur la politique monétaire.

²² Boughzala, M. & Jbili, A. (2009). Inflation targeting in MENA countries. IMF Working Paper, WP/09/97.

3-2-1 - La refonte de la détermination des objectifs de la politique monétaire :

Au cours des années 1990, à la veille de la libéralisation financière, la question de la détermination de l'objectif de la politique monétaire a suscité un intérêt croissant de la part des autorités monétaires marocaines²³. Cet engouement s'explique par la nécessité de doter la banque centrale d'un cadre d'intervention permettant d'assurer la stabilité des prix, désormais érigée en objectif final de la politique monétaire²⁴. Cette orientation s'inscrivait dans une logique inspirée des approches libérales et des doctrines monétaristes²⁵.

Pour atteindre cet objectif, Bank Al-Maghrib a adopté une stratégie fondée sur des objectifs intermédiaires, consistant à fixer un taux de croissance cible d'un agrégat monétaire²⁶. Cette cible a d'abord porté sur l'agrégat large M3, avant de basculer vers M1 à partir de 1999, puis de revenir à M3 en 2006. Ce choix d'un objectif intermédiaire reposait sur une approche monétariste, elle-même dérivée de la théorie quantitative de la monnaie, qui postule l'existence d'une relation stable entre la masse monétaire, le produit intérieur brut nominal et le niveau général des prix²⁷. Ainsi, une augmentation de la masse monétaire est censée entraîner une hausse de la demande globale, et, en l'absence d'un ajustement équivalent de l'offre, une pression à la hausse sur les prix.

Toutefois, dans la pratique, la banque centrale devait veiller à ce que l'agrégat retenu soit pertinent et reflète fidèlement la structure de la demande de monnaie²⁸. Jusqu'en 1998, l'agrégat M3 servait de référence pour la fixation de la norme de progression monétaire. Cependant, l'émergence, au milieu des années 1990, de nouveaux instruments financiers – qui se sont imposés comme des alternatives aux dépôts à terme – a conduit à un découplage entre la croissance de M3 et l'évolution de l'activité économique. En réponse, Bank Al-Maghrib a décidé, à partir de 1999, de cibler l'agrégat monétaire étroit M1²⁹.

²³ Bouoiyour, J. (2003). Libéralisation financière et politique monétaire au Maroc : quels effets sur la stabilité macroéconomique ? Les Cahiers du CEMAREF, (11)

²⁴ Bank Al-Maghrib. (1995–2006). Statistiques monétaires annuelles.

²⁵ Boudriga, A. (2015). La transition vers une politique de ciblage d'inflation dans les pays en développement : l'exemple du Maroc. *Revue Tiers Monde*, 222(2), 35–54.

²⁶ Bank Al-Maghrib. (2006). Note d'orientation stratégique de la politique monétaire.

²⁷ Friedman, M. (1956). *The Quantity Theory of Money – A Restatement*. In M. Friedman (Ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money* (pp. 3–21). University of Chicago Press.

²⁸ IMF. (2005). *Morocco: Financial System Stability Assessment*. IMF Country Report No. 05/403

²⁹ Alaoui, A. (2010). La modernisation du cadre opérationnel de la politique monétaire au Maroc. *Revue du Plan*, (42), 28–43.

Cette réorientation s'est cependant heurtée à de nouvelles limites. La baisse des taux d'intérêt, conjuguée à une réduction du taux d'inflation, a incité les agents économiques à privilégier les actifs liquides, notamment les dépôts à vue inclus dans M1³⁰. Par ailleurs, l'afflux massif de devises étrangères – en provenance des opérations de privatisation, du tourisme et des transferts des MRE – a provoqué une expansion monétaire dépassant les objectifs initialement fixés pour M1.

En conséquence, la corrélation entre l'évolution de M1 et les variables macroéconomiques cibles (croissance économique et inflation) s'est révélée instable au fil du temps. Le tableau retraçant l'évolution annuelle des objectifs de croissance monétaire sur la période 1995-2006 illustre cette instabilité : chaque fois que l'agrégat retenu ne permettait plus d'atteindre les objectifs escomptés, un ajustement était opéré, entraînant un basculement entre le ciblage de M1 et celui de M3.

Tableau 1 : Le ciblage des agrégats Monétaire au Maroc entre 1995 et 2006

Année	Agrégat monétaire ciblé	Taux de croissance ciblé (%)	Taux de croissance effectif (%)
1995	M3	5 – 7	7
1996	M3	7	6,6
1997	M3	7	8,1
1998	M3	7 – 8	6
1999	M1	6 – 7	11,5
2000	M1	9 – 10	8,2
2001	M1	6,5 – 7,5	15,9
2002	M1	7,5 – 8,5	9
2003	M1	6,5 – 7,5	9,6
2004	M1	6,5 – 7,5	9,7
2005	M1	6,5 – 7,5	14,8
2006	M3	7,5 – 8,5	17

Source : Données recueillies par l'auteur à partir des statistiques financières de la banque mondiale³¹

³⁰ Bank Al-Maghrib. (1995–2006). Statistiques monétaires annuelles.

³¹ <https://donnees.banquemondiale.org/theme/secteur-financier>

Ce basculement dans le choix de l'agrégat de référence, a dû affaiblir la communication et la crédibilité de la banque centrale.

Ainsi, la politique monétaire conduite par Bank Al-Maghrib apparaissait peu transparente et difficilement compréhensible pour les agents économiques, d'autant plus que l'écart entre le taux de croissance monétaire annoncé et celui effectivement observé s'est creusé³². Dans ce contexte, une nouvelle approche a été adoptée à partir de 2006 pour mieux garantir la stabilité des prix. Cette méthode repose sur un dispositif permettant d'évaluer et de prévoir de manière plus précise les différents risques inflationnistes, en s'appuyant sur ce que l'on désigne comme une approche multicritères³³.

3-2-2-La refonte dans les instruments de la politique monétaire :

La modernisation de la stratégie de politique monétaire au cours des années 1990 ne s'est pas limitée à une redéfinition des objectifs finaux et intermédiaires, mais a également impliqué une transformation significative du cadre opérationnel³⁴. Cette transformation s'est traduite par l'introduction d'une nouvelle génération d'instruments permettant à la banque centrale d'influencer indirectement le comportement financier des agents économiques.

Cette évolution, amorcée au début des années 1990, s'inscrit dans une dynamique de renforcement de l'efficacité de la politique monétaire. Elle privilégie une action par le canal des taux d'intérêt sur le marché monétaire, en adéquation avec le processus de libéralisation financière³⁵.

En effet, face au développement de l'intermédiation financière consécutif au désencadrement du crédit, à l'apparition de nouveaux instruments financiers tels que les titres de créance négociables, ainsi qu'à la libéralisation des taux d'intérêt, Bank Al-Maghrib a dû revoir son cadre d'intervention afin de poursuivre l'objectif fondamental de stabilité des prix³⁶.

Pour ce faire, la banque centrale établit initialement un taux directeur sur le marché monétaire, censé assurer la stabilité des prix, puis détermine les moyens appropriés pour y parvenir via des

³² Bank Al-Maghrib. (2006). Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière. Rabat : Bank Al-Maghrib

³³ Ben Ali, D. (2005). Politique monétaire et régulation financière dans les pays émergents : le cas du Maroc. Cahiers du Plan, (18), 87–106

³⁴ Lahrach, A. (2009). La réforme de la politique monétaire au Maroc : entre libéralisation et ancrage nominal. Rabat : Institut d'Économie Appliquée.

³⁵ World Bank. (2007). Financial Sector Assessment – Morocco. Washington, DC: The World Bank

³⁶ Bank Al-Maghrib. (2006). La réforme du cadre opérationnel de la politique monétaire [Note d'information interne]. Direction des études économiques et monétaires.

instruments indirects. Cette approche vise à influencer efficacement le comportement des intermédiaires financiers, marquant une rupture fondamentale avec les anciennes pratiques de refinancement, de gestion des crédits, de fixation des taux d'intérêt et de gestion de la liquidité. Ainsi, dès 1995, la banque centrale a mis à disposition des banques commerciales une gamme de modalités de crédit à court terme, variant entre des appels d'offres hebdomadaires à sept jours, cinq jours, ou encore 24 heures, garantis par des titres tels que les bons du Trésor. Ces appels d'offres, conduits dans un cadre bilatéral, permettent à la banque centrale de fixer les conditions d'octroi, définissant ainsi un corridor de taux — une borne inférieure et une borne supérieure — pour le taux au jour le jour.

La borne supérieure, relative aux opérations de facilité marginale de prêt, joue un rôle crucial dans la gestion quotidienne du marché monétaire en limitant la volatilité des taux et empêchant qu'ils dépassent significativement l'objectif fixé. Ce taux constitue le deuxième taux directeur de la banque centrale. La borne inférieure, correspondant aux opérations de facilité marginale de dépôt, représente quant à elle le troisième taux directeur. Par ailleurs, les taux des pensions à cinq jours et 24 heures sont indexés sur ceux des pensions à sept jours. Cette maîtrise du refinancement bancaire permet désormais à la banque centrale de décourager ou d'encourager le recours aux liquidités par les banques, modulant ainsi leur offre monétaire.

En matière de contrôle de la liquidité bancaire, la banque centrale intervient en injectant ou retirant des liquidités via des opérations d'Open Market portant sur les titres publics. Parallèlement, elle utilise la réserve obligatoire comme levier pour ajuster la liquidité bancaire en fonction des orientations souhaitées.

Par ailleurs, cette tendance à la régulation monétaire par instruments indirects s'est accompagnée d'une série de réformes visant à améliorer les conditions de financement de l'économie. Ces réformes ont porté notamment sur la libéralisation des taux d'intérêt, la suppression progressive des emplois obligatoires, ainsi que sur la réforme des marchés monétaire et financier. Dans ce cadre, les autorités monétaires ont progressivement assoupli les contraintes pesant sur les banques, conduisant à la disparition quasi totale des emplois obligatoires, comme l'illustre la suppression du coefficient d'emplois obligatoires en 1994 et la fin de la procédure du plancher d'effets publics en 1998.

Concernant la libéralisation des taux d'intérêt, celle-ci a couvert aussi bien les taux créditeurs que débiteurs.

Les taux créditeurs ont été entièrement libéralisés dès 1992, à l'exception des comptes sur carnets, dont la réglementation a été maintenue afin de protéger la petite épargne³⁷. La libéralisation complète des taux débiteurs a été différée jusqu'en janvier 1996, dans le but d'éviter une volatilité excessive des taux que le désencadrement aurait pu engendrer.

En résumé, ce nouveau cadre de politique monétaire a permis à la banque centrale d'adapter ses interventions et ses instruments afin de réguler la liquidité en fonction des conditions de marché.

Le passage d'un financement administré et dirigé vers un financement libre et concurrentiel a été rendu possible grâce à la libéralisation des marchés financiers et au désengagement progressif des autorités monétaires. De manière générale, cette phase a profondément transformé le paysage économique et financier national, contribuant à renforcer son dynamisme.

4-La politique monétaire au Maroc vers une stratégie de ciblage d'inflation :

La modernisation de la politique monétaire au Maroc constitue l'un des chantiers économiques les plus dynamiques de ces dernières années. Cette dynamique a été confirmée en 2006 avec l'adoption d'une réforme majeure du cadre stratégique de la politique monétaire. Dans ce paragraphe, nous exposerons les caractéristiques spécifiques de cette nouvelle politique monétaire, qui représente une étape avancée vers l'instauration d'un régime de ciblage de l'inflation.

4-1-La primauté de la stabilité des prix en matière de politique monétaire au Maroc :

Avant 2006, Bank Al-Maghrib poursuivait son objectif de stabilité monétaire, et implicitement celui de stabilité des prix, en adoptant une politique basée sur la croissance monétaire. Cette dernière reposait sur des prévisions internes relatives à l'évolution des prix et à la croissance économique. Toutefois, cette approche s'est révélée insuffisante face aux mutations du contexte financier, notamment les innovations financières qui ont entraîné une instabilité de la demande de monnaie ainsi qu'un excès de liquidité dans le système³⁸. Cette situation s'est notamment accentuée au début des années 2000, en lien avec l'accumulation importante des réserves de change.

³⁷ Aït Belkacem, A. (2011). La politique monétaire au Maroc : mutations et stratégies. *Revue Marocaine d'Économie*, (17), 45–66

³⁸ El Mandjra, Y. (2014). La politique monétaire du Maroc : transition, cadre et perspective d'inflation targeting [Mémoire de Master, Université Mohammed V]

Face à ces limites, Bank Al-Maghrib a été amenée à réviser son cadre de conduite de la politique monétaire. À l'instar des banques centrales des pays développés, l'institut d'émission a décidé, à partir de 2006, de recentrer explicitement sa mission sur la stabilité des prix³⁹. Cette orientation confère à la banque centrale un objectif clair : maintenir l'inflation à un niveau bas et stable, afin de préserver la valeur, tant interne qu'externe, de la monnaie nationale. Il convient toutefois de souligner que cette priorité donnée à la stabilité des prix ne signifie pas qu'elle constitue l'unique objectif de Bank Al-Maghrib. La banque centrale intègre aussi, lors de la définition de ses objectifs, les orientations du gouvernement en matière de croissance économique. Cette articulation est formalisée dans la loi portant statut de Bank Al-Maghrib, qui stipule que l'institution assure, en concertation avec le ministère des Finances, la mission de stabilité des prix⁴⁰. Pour atteindre cet objectif, Bank Al-Maghrib bénéficie d'une autonomie lui permettant de définir et mettre en œuvre les instruments de la politique monétaire qu'elle juge appropriés.

Dans ce cadre, Bank Al-Maghrib dispose principalement de deux instruments : le taux directeur, qui détermine le coût des avances de liquidité accordées aux banques commerciales, et le taux des réserves obligatoires, qui agit sur le volume de liquidité disponible dans le système bancaire. Pour assurer la transmission efficace de sa politique monétaire à l'économie réelle, la banque centrale fixe comme objectif opérationnel le taux moyen pondéré interbancaire, qu'elle s'efforce de maintenir à un niveau proche du taux directeur. Cette stabilité est notamment assurée par des injections hebdomadaires de liquidité dans le système bancaire.

Par cette gestion ciblée du taux interbancaire, Bank Al-Maghrib influence les taux d'intérêt à diverses maturités ainsi que les conditions de l'offre et de la demande de crédit dans l'économie. Ce dispositif s'inscrit dans une logique de politique monétaire fondée sur une règle claire, caractérisée par une plus grande transparence et une meilleure crédibilité, en rupture avec les pratiques plus discrétionnaires qui prévalaient auparavant.

Enfin, une analyse comparative des cadres stratégiques adoptés par plusieurs banques centrales, dont Bank Al-Maghrib, met en lumière la priorité accordée à la stabilité des prix dans leurs statuts respectifs, soulignant ainsi l'importance croissante de cet objectif dans la conduite des politiques monétaires contemporaines.

³⁹ International Monetary Fund. (2008). Morocco: Selected Issues (IMF Country Report No. 08/265). <https://www.imf.org>

⁴⁰ Royaume du Maroc. (2006). Loi n° 76-03 portant statut de Bank Al-Maghrib. Bulletin Officiel

Tableau 2 : Objectifs stratégiques de la politique monétaire au Maroc et à l'international

	Banque centrale Européenne	Banque D'Angleterre	Système Fédéral De Réserve	Banque du Japon	BANK AL- MAGHRIB
Objectifs	Stabilité des Prix - Sans Préjudice de la stabilité des prix, soutenir les politiques économiques générales de la Communauté	- Stabilité des prix - Sous réserve de la stabilité des prix, soutenir la politique économique du gouvernement, y compris ses objectifs de croissance et d'emploi	-Prix stables - Emploi maximum - Taux d'intérêt à long terme modérés	Stabilité des prix, contribuant au développement sain de l'économie nationale	Stabilité des prix, Sans préjudice de l'objectif de la stabilité des prix, la Banque contribue à la réalisation des objectifs économiques et sociaux arrêtés par le gouvernement.
Objectif principal	Maintien de la Stabilité des prix	- Maintien de la stabilité des prix	Pas de priorité	Maintien de la stabilité des prix	Maintien de la stabilité des prix
Spécification de l'objectif de stabilité des prix	Quantifié par la BCE	Quantifié par le Trésor	Spécification Quantitative Fournie par la FED	Spécification qualitative fournie par la Banque du Japon	Quantifié par le conseil de la BANK AL-MGHRIB

Source : Données recueillies sur les sites internet des banques centrales

Comme nous l'avons montré précédemment, la supériorité des politiques monétaires basées sur des règles par rapport aux politiques discrétionnaires est reconnue de manière explicite depuis les années 1970⁴¹. Cette approche domine et guide le choix des autorités monétaires dans de nombreuses économies, qu'elles soient émergentes ou développées, en raison de ses avantages pour la maîtrise de l'inflation, la réduction des incertitudes économiques, ainsi que l'amélioration des prévisions concernant le niveau général des prix⁴².

⁴¹ John B. Taylor, « Discretion versus policy rules in practice », Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, 1993, pp. 195–214.

⁴² Lars E.O. Svensson, « Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule », Journal of Monetary Economics, vol. 43, n° 3, 1999, pp. 607–654.

Cet intérêt croissant pour les politiques monétaires basées sur des règles a incité les autorités monétaires marocaines à adopter cette orientation. Aujourd’hui, stabiliser les anticipations d’inflation à long terme au Maroc permet de renforcer la crédibilité de la politique monétaire et offre aux agents économiques un point de référence stable pour orienter leurs prévisions de prix⁴³.

Par ailleurs, assurer la stabilité des prix nécessite que la banque centrale dispose des outils adéquats pour anticiper l’évolution des prix. Cette tâche se complique toutefois en raison de la multiplicité des pressions inflationnistes auxquelles l’économie marocaine est confrontée. C’est dans ce contexte que la banque centrale a choisi de mettre en place une approche multicritère, intégrant une diversité d’indicateurs⁴⁴.

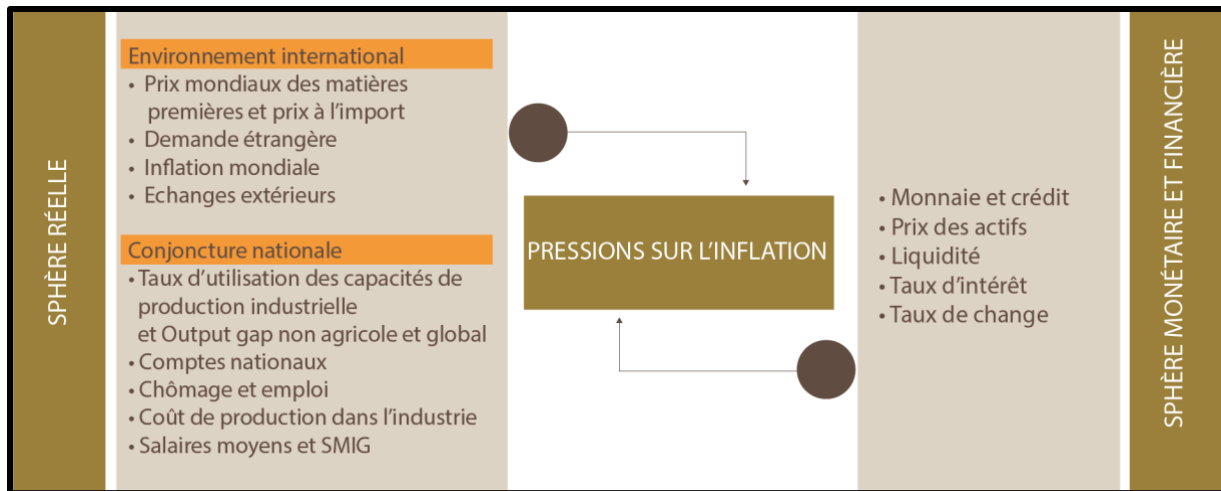
Comme l’illustre le schéma suivant, le nouveau cadre analytique de la politique monétaire au Maroc est ainsi structuré autour de deux piliers principaux — le pilier réel et le pilier monétaire — afin d’évaluer au mieux les risques pesant sur la stabilité des prix⁴⁵.

Figure 1 : Cadre analytique de la politique monétaire au Maroc

⁴³ Kenneth Rogoff, « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n° 4, 1985, pp. 1169–1190.

⁴⁴ Bank Al-Maghrib, Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière, *édition 2023*.

⁴⁵ Bank Al-Maghrib, Politique monétaire au Maroc : Cadre d’analyse et instruments, Direction de la politique monétaire, 2023.



Source : Bank AL-MGHRIB

L'idée est simple : il s'agit de diversifier les sources d'information sur l'évolution des prix et les facteurs influençant leur stabilité, plutôt que de se concentrer uniquement sur la progression d'un agrégat monétaire, comme c'était le cas avant 2006. Ainsi, les décisions du conseil de Bank Al-Maghrib s'appuient sur une évaluation fine des pressions inflationnistes, selon leur nature, au sein d'une approche dynamique et proactive qui analyse et intègre un large éventail d'indicateurs⁴⁶. Ce nouveau dispositif apparaît non seulement adapté au cadre actuel de la politique monétaire et au régime de change, mais il facilite également la transition vers un ciblage de l'inflation et une flexibilisation progressive du régime de change⁴⁷.

4-2-Le nouveau cadre analytique de la politique monétaire au Maroc :

Face à la multiplication des pressions inflationnistes, Bank Al-Maghrib a pris l'initiative en 2006 d'instaurer un nouveau cadre analytique pour sa politique monétaire. Ce dispositif a pour objectif de fonder les décisions du conseil de la banque centrale sur une évaluation rigoureuse et systématique des pressions inflationnistes affectant la stabilité des prix.

Ce nouveau cadre d'analyse a été conçu pour intégrer un large éventail d'indicateurs et d'informations économiques, afin d'évaluer avec précision les risques pesant à moyen terme sur la stabilité des prix. Il repose sur une démarche prospective qui différencie les pressions inflationnistes selon leur nature, qu'elles appartiennent à la sphère réelle ou monétaire, ainsi que selon leur origine, interne ou externe⁴⁸.

⁴⁶ A. Benlamkaddem et M. Aglietta, « Stabilité des prix et crédibilité de la politique monétaire dans les pays émergents : le cas du Maroc », Revue d'économie financière, n° 117, 2014, pp. 167–186.

⁴⁷ Banque des Règlements Internationaux (BRI), Approaches to Monetary Policy Frameworks in Emerging Market Economies, BRI Papers n° 94, 2018.

⁴⁸ FMI, Perspectives économiques régionales – Moyen-Orient et Afrique du Nord, avril 2023.

Dans la pratique, cette approche s'appuie sur une collecte minutieuse de données relatives à la sphère réelle, basée sur une analyse approfondie des indicateurs économiques tant au niveau national qu'international.

Sur le plan international, l'évaluation prend en compte non seulement la demande étrangère adressée au Maroc, mais aussi l'évolution des principales variables macroéconomiques des partenaires économiques majeurs du pays : taux d'intérêt, inflation, croissance économique, taux de chômage, etc. Sont également intégrés des éléments clés tels que le taux de change bilatéral euro/dollar et les fluctuations des prix des matières premières, particulièrement ceux du pétrole, des phosphates et du blé. Ces données permettent d'établir des projections précises des comptes extérieurs, de la demande étrangère, ainsi que du compte des réserves de change, ce dernier jouant un rôle central dans les décisions de politique monétaire.

Sur le plan interne, l'analyse de la sphère réelle s'appuie sur les principaux agrégats des comptes nationaux : évolution des salaires, taux de chômage, consommation, taux d'utilisation des capacités de production, déficit budgétaire, entre autres. Pour mieux comprendre la dynamique inflationniste, l'analyse distingue plusieurs catégories de prix : les prix réglementés, les prix de l'énergie, les prix des produits alimentaires volatils ainsi que l'inflation sous-jacente. Ces études, à la fois rétrospectives et prospectives, permettent d'estimer l'écart de production — indicateur clé des pressions inflationnistes exercées sur l'économie réelle. En parallèle, le pilier monétaire et financier est examiné à travers l'évolution de la liquidité bancaire, des taux d'intérêt, des agrégats monétaires et du crédit bancaire. L'analyse des crédits bancaires occupe une place particulièrement importante, du fait de leur poids dans le financement de l'économie marocaine et de leur rôle dans la transmission des décisions de politique monétaire vers l'économie réelle.

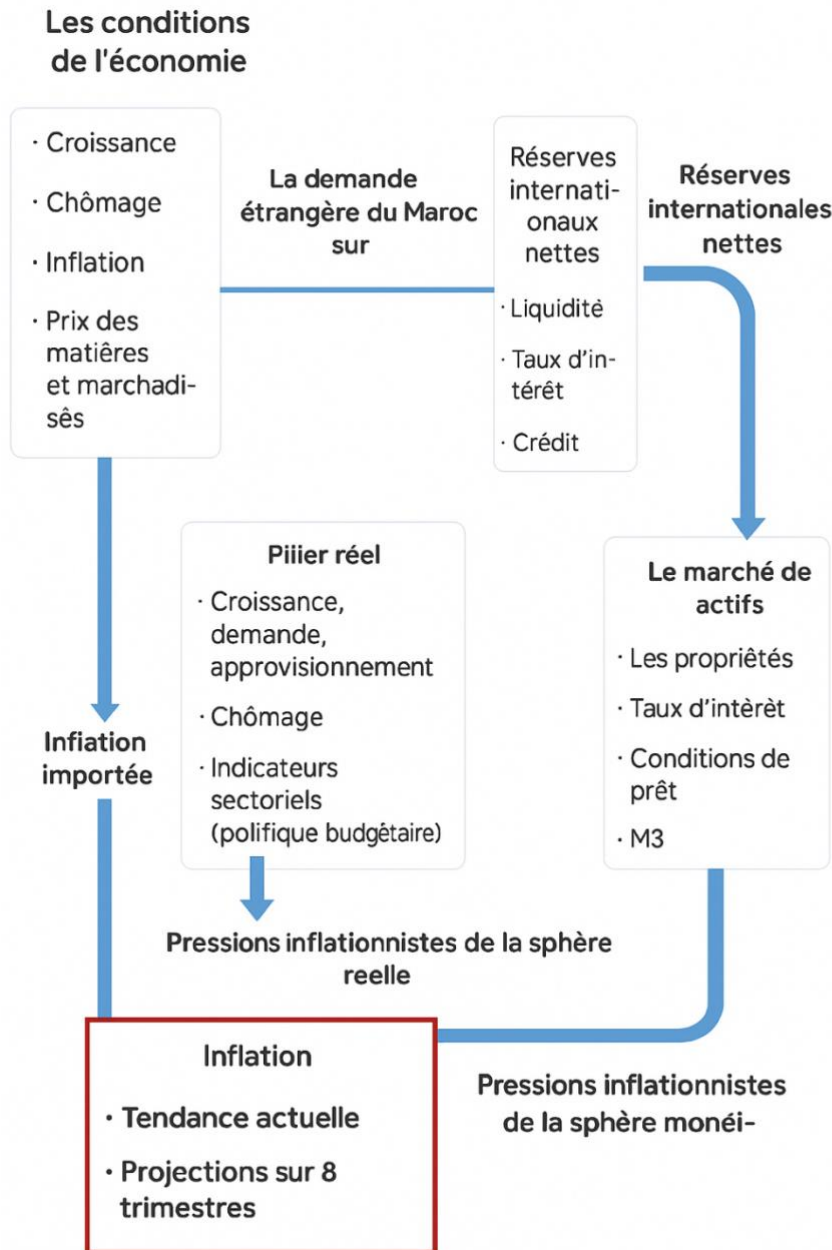
Cette étude est complétée par l'analyse des tendances sur les différents segments des marchés d'actifs : marché des actions, marché de la dette privée et marché immobilier. Cette évaluation permet de mesurer les effets de richesse potentiels, ainsi que leur influence sur l'évolution des prix à la consommation.

Comme l'illustre le schéma suivant, l'ensemble des données recueillies par Bank Al-Maghrib est intégré dans un modèle central. Ce modèle a pour fonction d'assurer la cohérence des prévisions des principales variables macroéconomiques et d'élaborer un scénario de référence considéré comme le plus probable pour l'évolution économique⁴⁹.

⁴⁹ C. Monticelli, « Targeting inflation in emerging economies: The role of monetary frameworks », *Economic Review*, European Central Bank, 2019.

Ainsi, tout déséquilibre affectant l'une de ces variables clés peut engendrer des risques pour la stabilité des prix, compromettant par conséquent la maîtrise de l'inflation. Cette méthodologie rigoureuse permet à Bank Al-Maghrib d'adopter une politique monétaire mieux informée, réactive et adaptée aux défis économiques contemporains.

Figure 2 : Schéma explicatif de l'approche multicritère adoptée par Bank Almaghrib



Source : Schéma présenté par l'auteur sur la base des lectures

Il convient de souligner que, dans une démarche d'amélioration continue, cette base de données est régulièrement enrichie par les résultats des enquêtes conduites par Bank Al-Maghrib. Parmi

celles-ci figurent l'enquête sur les conditions de prêt, l'enquête sur les anticipations d'inflation ainsi que l'enquête de conjoncture auprès des industriels⁵⁰.

Grâce à cette approche intégrée, Bank Al-Maghrib est en mesure de déterminer et de sélectionner l'ensemble des instruments de régulation nécessaires pour maintenir l'inflation sur une trajectoire conforme à l'objectif de stabilité des prix, fixé sur un horizon de huit à douze trimestres.

Cette nouvelle approche analytique peut ainsi être qualifiée de cadre prévisionnel multidimensionnel et évolutif, capable d'intégrer en continu les tendances les plus récentes et les informations les plus pertinentes en matière de politique monétaire⁵¹, ce qui est de nature) faciliter le processus de mise en place d'un régime de ciblage de l'inflation, lequel exige un système d'information à la fois sophistiqué, diversifié et réactif⁵².

Néanmoins, cette dynamique de modernisation de la politique monétaire ne s'est pas arrêtée là. En effet, Bank Al-Maghrib recourt de manière croissante à des instruments considérés comme plus efficaces, contribuant ainsi à renforcer la crédibilité de son action auprès des agents économiques⁵³.

4-3- Les instruments de la politique monétaire durant la phase actuelle :

Le choix de la stabilité des prix comme objectif ultime de la politique monétaire suppose que la banque centrale dispose de moyens et d'instruments adéquats pour en maximiser l'efficacité⁵⁴.

Outre un cadre analytique reposant sur une diversité de sources d'information, la banque centrale mobilise un ensemble d'instruments sur le marché interbancaire afin d'influencer indirectement le niveau de liquidité et d'atteindre sa cible opérationnelle⁵⁵.

L'ajustement de la liquidité dans l'économie constitue ainsi le principal levier d'action de l'institut d'émission. Ce mécanisme a été progressivement consolidé depuis les années 1990,

⁵⁰ Bank Al-Maghrib, Enquête trimestrielle sur les conditions de banque, Enquête sur les anticipations d'inflation, Enquête de conjoncture auprès des industriels, plusieurs éditions, 2022–2024.

⁵¹ FMI, Modernization of Monetary Policy Frameworks in Emerging Economies, Policy Paper, 2021.

⁵² Banque des Règlements Internationaux, Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Targeting Horizon and Communication, BIS Working Papers, 2020.

⁵³ Benlankaddem, R. et Boughrara, A., « Ciblage de l'inflation et crédibilité monétaire au Maroc », Revue économique et monétaire arabe, n° 34, 2022.

⁵⁴ Mishkin, F.S., « Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis », NBER Working Paper n° 16755, 2011.

⁵⁵ Bank Al-Maghrib, Cadre opérationnel de la politique monétaire, Direction des opérations monétaires, 2023.

marquant un passage de l'usage d'instruments d'intervention directe vers une régulation indirecte de la liquidité⁵⁶. L'objectif poursuivi est d'adapter le volume des interventions de la banque centrale afin d'assurer l'équilibre du marché monétaire autour du taux directeur.

Ainsi, les instruments mobilisés peuvent être regroupés en deux grandes catégories : ceux mis en œuvre à l'initiative de la banque centrale et ceux déclenchés à la demande des banques commerciales.

4-3-1-Les instruments de la politique monétaire utilisés à l'initiative de Bank Al-Maghrib:

Les instruments de la politique monétaire mis en œuvre par **Bank Al-Maghrib** visent à réguler la liquidité bancaire en fonction de la trajectoire cible définie. Ces interventions s'articulent principalement autour de deux mécanismes : d'une part, l'injection ou le retrait de liquidité, et d'autre part, la gestion du niveau des réserves obligatoires.

Dans ce cadre, la banque centrale adopte une approche incitative, dans la mesure où elle ne dispose pas de moyens coercitifs directs à l'égard des banques commerciales. Elle agit essentiellement à travers la modulation du taux directeur, qui constitue l'outil principal de la politique monétaire. En influençant ce taux, Bank Al-Maghrib oriente le taux du marché interbancaire à la hausse ou à la baisse, ce qui se répercute ensuite sur les taux débiteurs appliqués aux crédits bancaires.

Afin d'atteindre ses objectifs, la banque centrale mobilise ses instruments en fonction de ses prévisions opérationnelles. Ainsi, comme l'illustre le schéma ci-dessous, lorsque les anticipations de Bank Al-Maghrib indiquent une tension haussière sur le taux interbancaire — notamment en raison d'un déficit de liquidité ou d'une augmentation de la demande sur le marché monétaire — elle recourt à ses opérations principales de refinancement, à savoir les avances à 7 jours sur appel d'offres, pour injecter les liquidités nécessaires et orienter le taux interbancaire vers sa cible.

Inversement, en situation d'excédent de liquidité, la banque centrale procède à des reprises de liquidité, également à 7 jours sur appel d'offres. Ce mécanisme constitue l'outil principal de retrait des excédents de liquidités, et permet ainsi de contenir les pressions à la baisse sur le taux interbancaire.

⁵⁶ Aglietta, M. et al., « Transformation des instruments de politique monétaire dans les économies émergentes », Revue d'économie financière, n° 140, 2020.

Tableau 3 : Les différentes interventions de BANK AL-MGHRIB sur le marché monétaire afin d'influencer la cible opérationnelle (taux interbancaire)

Catégorie d'instrument	Catégorie d'instrument	Forme
Opérations principales	Avances à 7 j	Pension livrée ou prêt garanti
Opérations de réglage fin (durée < à 7 jours)	Reprise de liquidité < à 7 j	Pension livrée ou prêt garanti
Facilités permanentes	Avances à 24 H	Swap de change
Opérations de long terme (durée > a 7 jours)	Avance > à 7 j	Pension livrée ou prêt garanti
Opérations structurelles	Reprise de liquidité > à 7 j	Swap de change
		Emission / Rachat de Titres d'emprunt Achat / Vente de titres sur le marché secondaire
		Réserve obligatoire

Source : Site internet de BANK AL-MGHRIB

Dans le cadre de ses opérations structurelles, Bank Al-Maghrib peut recourir aux opérations d'open market, par lesquelles elle régule la liquidité bancaire sur le marché secondaire des bons du Trésor pour des maturités supérieures à sept jours⁵⁷. L'achat ferme de ces titres permet d'injecter durablement des liquidités en faveur des banques, tandis que leur vente ferme constitue un instrument de retrait pérenne de liquidité.

Par ailleurs, l'utilisation des bons du Trésor s'étend également aux opérations de pension livrée (prise ou mise en pension). Contrairement aux opérations d'open market classiques, celles-ci prennent la forme de contrats de gré à gré conclus entre Bank Al-Maghrib et les établissements bancaires. Ces accords impliquent la cession temporaire de titres avec engagement de rétrocession à une échéance et à un prix déterminés à l'avance, permettant ainsi de gérer de manière souple les besoins en liquidité.

S'agissant des opérations à plus long terme, Bank Al-Maghrib mobilise également des instruments tels que les swaps de change. À travers ce mécanisme, elle invite les banques commerciales — soit par appel d'offres, soit par voie de gré à gré — à soumettre des offres dans la limite du montant qu'elle souhaite absorber du marché monétaire⁵⁸. Ces swaps consistent en des opérations d'achat ou de vente du dirham contre une devise étrangère,

⁵⁷ Bank Al-Maghrib, Cadre opérationnel de la politique monétaire au Maroc, Note technique, 2023

⁵⁸ FMI, Morocco: Selected Issues – Exchange Rate and Monetary Policy Operations, *Country Report*, 2021

assorties d'un engagement de rachat ou de revente à une échéance convenue, à un taux de change prédéfini.

En complément de ces instruments, la banque centrale a également recours à des opérations d'avance ou de reprise de liquidité à long terme, dont la durée excède les sept jours. Ces opérations visent à répondre à des besoins structurels du système bancaire, en assurant une gestion proactive et anticipative de la liquidité à horizon étendu.

4-3-2-Les opérations à l'initiative des banques :

Les banques disposent, à leur propre initiative, de facilités permanentes mises à leur disposition par Bank Al-Maghrib. Ces facilités se déclinent principalement en avances à 24 heures, utilisées pour répondre à des besoins ponctuels de liquidité, et en facilités de dépôt à 24 heures, permettant de placer les excédents de trésorerie à très court terme.

Ces instruments sont assortis de taux d'intérêt prédéfinis, qui constituent les bornes supérieure et inférieure du corridor monétaire dans lequel le taux interbancaire au jour le jour est censé évoluer. Leur objectif est de limiter la volatilité excessive de ce taux, susceptible de résulter de chocs transitoires ou de fluctuations imprévues de l'offre et de la demande sur le marché monétaire.

4-3-3-La réserve monétaire :

En complément de ses instruments traditionnels, Bank Al-Maghrib dispose également du levier du taux des réserves obligatoires, qui lui permet d'influencer le niveau de liquidité bancaire. Ce mécanisme consiste à moduler la part des ressources que les établissements bancaires sont tenus de conserver sous forme de dépôts non rémunérés auprès de la banque centrale, réduisant ainsi leur capacité de distribution de crédits.

Au cours de la dernière décennie, cet instrument a été utilisé de manière récurrente, notamment pour atténuer les effets de la crise financière internationale sur l'économie marocaine, et pour renforcer la stabilité du système bancaire.

Ainsi, l'ensemble des instruments mobilisés par Bank Al-Maghrib, qu'ils soient choisis à son initiative ou à celle des banques commerciales, visent à assurer la mise en œuvre efficace de la politique monétaire en permettant une gestion optimale de la liquidité et un financement adéquat de l'économie, en cohérence avec les évolutions conjoncturelles et les anticipations macroéconomiques de l'institut d'émission.

5- Evaluation de l'impact du cadre de conduite de politique monétaire actuelle sur les indicateurs monétaires et macroéconomiques :

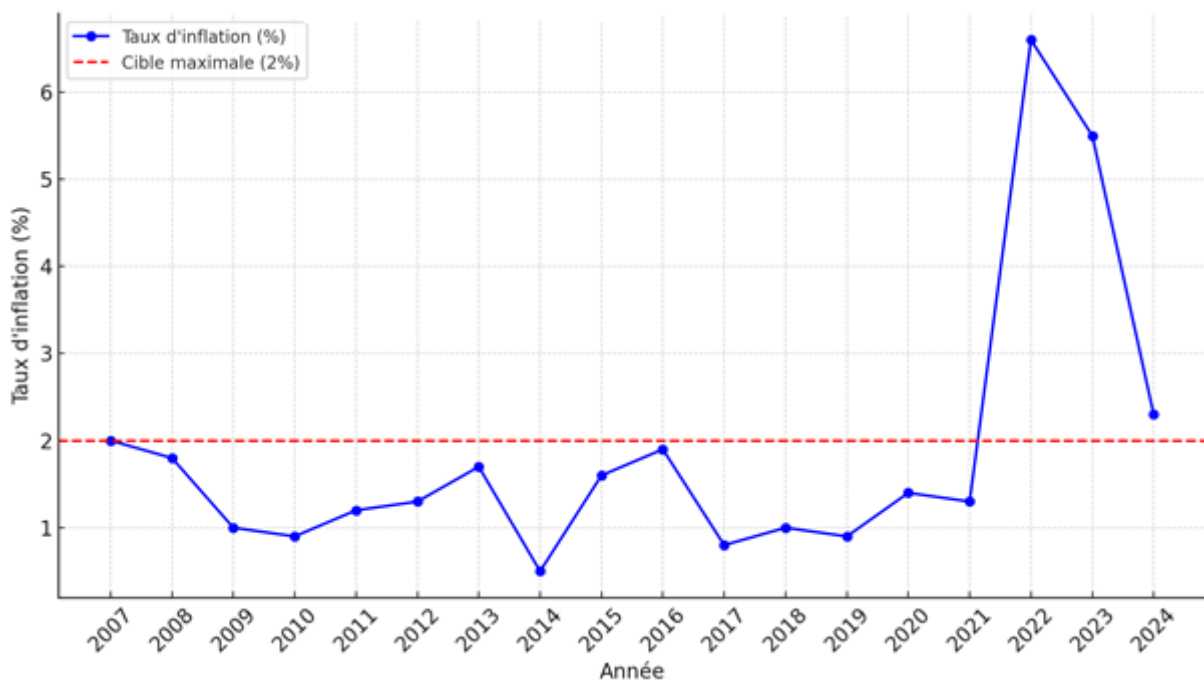
L'analyse de l'évolution des principaux indicateurs monétaires et macroéconomiques permet d'appréhender de manière rigoureuse la dynamique du cadre de conduite de la politique monétaire actuelle au Maroc et d'évaluer l'efficacité des ajustements successifs opérés par Bank Al-Maghrib. Il s'agit d'examiner l'impact des mesures mises en œuvre par les autorités monétaires sur les principaux indicateurs monétaires, en se concentrant successivement sur l'évolution de l'inflation, du taux directeur, de la liquidité bancaire et du crédit accordé à l'économie.

4-1-Impact sur l'Inflation et la stabilité des prix :

Au cours de la période récente, l'inflation au Maroc a évolué selon une trajectoire caractérisée par des niveaux faibles et modérés, traduisant à la fois l'ancrage progressif des anticipations inflationnistes et l'efficacité du cadre de conduite de la politique monétaire en vigueur.

Le graphique ci-après confirme cette tendance, en montrant qu'à la suite de la mise en œuvre du nouveau cadre opérationnel de la politique monétaire en 2007, le rythme de progression des prix a été contenu, avec un taux d'inflation moyen de 1,45 %, témoignant de la maîtrise efficace de l'inflation par la banque centrale.

Graphique 2 Evolution du taux d'inflation au Maroc (2007-2024)



Source : Données de Bank Almaghrib et Haut-Commissariat au Plan

Cette performance témoigne clairement que les informations issues de l'analyse des pressions inflationnistes, recueillies via l'approche multicritère, sont exploitées par Bank Al-Maghrib pour déterminer le niveau optimal de son taux directeur. Ce dernier sert de référence pour ses

interventions sur le marché monétaire, influençant ainsi les conditions de refinancement des banques et permettant de transmettre l'impact de ses décisions à l'économie réelle.

On constate donc une maturité notable dans le processus décisionnel, dans les interventions de l'institut d'émission ainsi que dans les instruments mobilisés pour assurer la stabilité des prix. Cette maturité contribue à renforcer le succès de la transition vers la stratégie de ciblage de l'inflation au Maroc.

5-2- Impact sur le taux directeur :

Le taux directeur, en tant qu'instrument central de la politique monétaire au Maroc, constitue un révélateur privilégié de l'orientation stratégique adoptée par Bank Al-Maghrib pour assurer la stabilité des prix tout en soutenant la dynamique de l'activité économique.

C'est dans ce sens que le conseil de la banque centrale a décidé depuis la fin de l'année 2024 de maintenir le taux directeur à 2,25 %, à l'issue d'un cycle d'assouplissement monétaire marqué par des réductions cumulées de 75 points de base intervenues entre 2024 et 2025. Ce maintien prolongé traduit une posture de prudence et de gradualisme, visant à consolider les conditions monétaires accommodantes tout en évaluant leurs effets sur l'économie réelle.

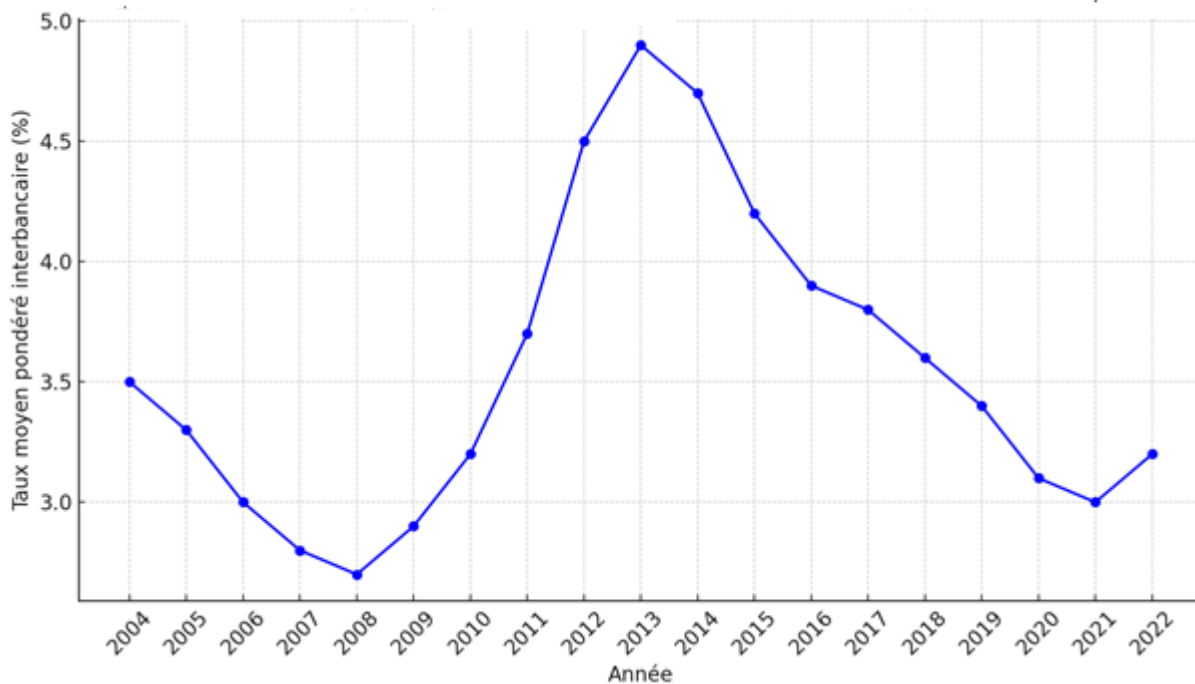
Les communications institutionnelles de Bank Al-Maghrib indiquent que cette orientation s'inscrit dans un environnement caractérisé par une inflation modérée, des anticipations inflationnistes globalement bien ancrées et un niveau élevé d'incertitude, résultant notamment des aléas climatiques domestiques et de la persistance de la volatilité des conditions économiques et financières internationales.

5-3- Impact sur la liquidité bancaire et le marché interbancaire :

L'évolution de la liquidité bancaire constitue également un indicateur pertinent de la dynamique du cadre de conduite de la politique monétaire. L'analyse du graphique ci-dessous illustre clairement qu'à partir de l'adoption du nouveau cadre analytique en 2007, le taux interbancaire s'est rapproché de manière significative du taux directeur. Cette convergence témoigne de la capacité accrue de Bank Al-Maghrib à orienter les taux sur le marché monétaire, condition essentielle pour atteindre son objectif fondamental de stabilité des prix.

En comparaison avec la période antérieure à la réforme de 2006, les données révèlent une meilleure maîtrise de la trajectoire de la cible opérationnelle ainsi qu'une réduction notable de sa volatilité. Cela traduit un renforcement de l'efficacité du cadre monétaire de la banque centrale dans la régulation des conditions monétaires et, par extension, dans le pilotage de l'inflation.

Graphique 1 : Evolution du taux moyen pondéré interbancaire TMP (%) entre 2004 et 2022



Source : Données recueillies par l'auteur sur la base des rapports annuels de BANK AL-MGHRIB

De manière concrète, et en fonction de la position structurelle de liquidité du système bancaire, Bank Al-Maghrib procède à des ajustements continus de ses interventions sur le marché monétaire, en recourant principalement à ses opérations principales : les avances à sept jours et les opérations de retrait de liquidité. Ces instruments permettent à la banque centrale de moduler efficacement la liquidité en circulation, en réponse aux besoins conjoncturels du secteur bancaire.

5-4-Impact sur le Crédit bancaire et le financement de l'économie :

S'agissant du crédit bancaire accordé au secteur non financier, les données disponibles mettent en évidence une reprise progressive à la suite de la phase post-pandémique. Les projections de Bank Al-Maghrib⁵⁹ pour les années 2025 et 2026 anticipent une accélération de la croissance du crédit bancaire, avec des taux d'augmentation attendus autour de 5,9 %, en nette amélioration par rapport aux rythmes plus modérés observés au cours des exercices précédents. Cette évolution traduit un redressement graduel du canal du crédit, bien que celui-ci demeure conditionné par plusieurs facteurs structurels, notamment les contraintes de financement, la perception du risque et l'hétérogénéité des situations financières des prêteurs et des emprunteurs. La dynamique du crédit bancaire constitue ainsi un indicateur empirique clé pour

⁵⁹ Bank Al-Maghrib (2024, 2025). *Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière*

apprécier l'efficacité relative de la politique monétaire, en particulier le rôle du crédit comme principal mécanisme de transmission des impulsions monétaires vers l'économie réelle.

Dans l'ensemble, les données monétaires et macroéconomiques montrent que le cadre de conduite de la politique monétaire au Maroc, évolue de manière cohérente vers plus de stabilité et de prévisibilité. La maîtrise de l'inflation, le maintien réfléchi du taux directeur, une gestion de la liquidité plus efficace et la reprise progressive du crédit bancaire reflètent un cadre opérationnel renforcé. Ce dernier semble désormais mieux armé pour relever les défis actuels, tout en rapprochant progressivement le Maroc de l'adoption officielle d'une stratégie de ciblage d'inflation.

6-Conclusion :

À l'instar de nombreuses banques centrales modernes, Bank Al-Maghrib fonde aujourd'hui sa politique monétaire principalement sur l'instrument des taux d'intérêt. Par la révision régulière de son taux directeur, la banque centrale cherche à orienter l'offre de crédit, maîtriser la masse monétaire, et ainsi réguler l'activité économique nationale. Ce choix s'inscrit dans le cadre d'une politique monétaire conventionnelle et libérale, adoptée au Maroc depuis le début des années 1990.

Avant ce tournant majeur, la politique monétaire reposait sur un encadrement rigide du crédit. Le système financier était alors soumis à des contraintes réglementaires strictes : les taux d'intérêt étaient administrés, la majorité des emplois bancaires étaient obligatoires, et la loi bancaire de juin 1967 imposait une gestion axée sur la sélectivité et la régulation quantitative des crédits. Cette politique d'encadrement avait l'avantage d'être efficace dans le contrôle de la masse monétaire. Cependant, elle présentait aussi de nombreuses limites. En particulier, la rigidité dans la distribution du crédit freinait la dynamique des banques les plus performantes et figée les positions dominantes. Cette situation engendrait une bureaucratie lourde et étouffante pour l'ensemble de l'économie.

Conscientes de ces insuffisances, les autorités monétaires marocaines ont reconnu qu'une amélioration significative de la situation financière et économique du pays nécessitait des réformes monétaires profondes et audacieuses. Il fallait rompre radicalement avec les pratiques héritées du passé pour s'adapter aux exigences d'un environnement économique plus concurrentiel et ouvert.

Ainsi, à partir de janvier 1991, le secteur bancaire marocain a entamé une phase de déréglementation progressive mais étendue. Les principales mesures adoptées comprenaient la mise en place d'instruments de contrôle plus flexibles, la libéralisation quasi totale des taux d'intérêt, ainsi que la réduction des emplois obligatoires. Depuis lors, Bank Al-Maghrib ne

dispose plus que d'un levier unique pour orienter le comportement des banques : le taux directeur. Grâce à des ajustements périodiques de ce taux, la banque centrale veille à ce que la masse monétaire soit en adéquation avec les besoins réels de l'économie nationale. L'objectif est d'éviter qu'une expansion excessive de la masse monétaire ne génère une hausse inflationniste, tout en empêchant qu'une croissance insuffisante de la liquidité n'entrave le développement économique.

Cette évolution a conduit à une nette amélioration dans la conduite de la politique monétaire. Celle-ci peut désormais être considérée comme un système à mi-chemin vers le ciblage explicite de l'inflation, grâce notamment à l'adoption d'une approche multicritère intégrant un large éventail d'informations économiques et financières.

Par ailleurs, cette tendance continue de mettre en évidence les effets positifs de la politique monétaire sur les principales variables économiques. L'évaluation de l'efficacité des décisions de Bank Al-Maghrib, au regard de l'objectif central de stabilité des prix, révèle des résultats significatifs au cours de la dernière décennie. En particulier, les mesures adoptées par la banque centrale ont permis de maintenir le taux d'inflation en dessous de 2 %, correspondant ainsi à la cible optimale définie par l'institution pour garantir un environnement macroéconomique stable et prévisible.

Références bibliographiques :

- A. Benlamkaddem et M. Aglietta, « Stabilité des prix et crédibilité de la politique monétaire dans les pays émergents : le cas du Maroc », *Revue d'économie financière*, n° 117, 2014, pp. 167–186.
- Abouchta, S. (2012). La politique monétaire au Maroc : évolution, efficacité et perspectives. *Revue Marocaine d'Économie*, n° 10.
- Aglietta, M. et al. « Transformation des instruments de politique monétaire dans les économies émergentes », *Revue d'économie financière*, n° 140, 2020.
- Aït Belkacem, A. (2011). La politique monétaire au Maroc : mutations et stratégies. *Revue Marocaine d'Économie*, (17), 45–66
- Ait Belkacem, M. (2015). L'évolution de la politique monétaire au Maroc depuis l'indépendance. Thèse de doctorat, Université Mohammed V, Rabat
- Alaoui, A. (2010). La modernisation du cadre opérationnel de la politique monétaire au Maroc. *Revue du Plan*, (42), 28–43.
- Bank Al-Maghrib (2010). Cinquantenaire de Bank Al-Maghrib : 50 ans d'histoire monétaire du Maroc. Publications officielles.
- Bank Al-Maghrib (2022). Rapport Annuel sur la situation économique, monétaire et financière. Rabat.
- Bank Al-Maghrib, Cadre opérationnel de la politique monétaire au Maroc, Note technique, 2023

- Bank Al-Maghrib, Cadre opérationnel de la politique monétaire, Direction des opérations monétaires, 2023
- Bank Al-Maghrib, Enquête trimestrielle sur les conditions de banque, Enquête sur les anticipations d'inflation, Enquête de conjoncture auprès des industriels, plusieurs éditions, 2022–2024.
- Bank Al-Maghrib, Évolution des taux sur le marché monétaire depuis 2007, Études internes, 2023.
- Bank Al-Maghrib, Politique monétaire au Maroc : Cadre d'analyse et instruments, Direction de la politique monétaire, 2023.
- Bank Al-Maghrib, Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière, édition 2023.
- Bank Al-Maghrib, Rapport Annuel, années 1969–1972
- Bank Al-Maghrib. (1995–2006). Statistiques monétaires annuelles.
- Bank Al-Maghrib. (1995–2006). Statistiques monétaires annuelles.
- Bank Al-Maghrib. (2006). La réforme du cadre opérationnel de la politique monétaire [Note d'information interne]. Direction des études économiques et monétaires.
- Bank Al-Maghrib. (2006). Note d'orientation stratégique de la politique monétaire.
- Bank Al-Maghrib. (2006). Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière. Rabat : Bank Al-Maghrib
- Bank Al-Maghrib. (2007). Rapport annuel sur la politique monétaire.
- Banque des Règlements Internationaux (BRI), Approaches to Monetary Policy Frameworks in Emerging Market Economies, BRI Papers n° 94, 2018.
- Banque des Règlements Internationaux, Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Targeting Horizon and Communication, BIS Working Papers, 2020.
- Banque mondiale (1992). Morocco: Adjustment and Economic Growth in the 1980s. Country Study.
- Barro, R.J. and Gordon, D.B. 1983. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), July: 101-122.
- Ben Ali, D. (2005). Politique monétaire et régulation financière dans les pays émergents : le cas du Maroc. *Cahiers du Plan*, (18), 87–106.
- Benlamine, H. (2002). Politique monétaire et régulation financière au Maroc. Publications de la FSJES.
- Benlammkadem, R. et Boughrara, A., « Ciblage de l'inflation et crédibilité monétaire au Maroc », *Revue économique et monétaire arabe*, n° 34, 2022.
- Boudriga, A. (2015). La transition vers une politique de ciblage d'inflation dans les pays en développement : l'exemple du Maroc. *Revue Tiers Monde*, 222(2), 35–54.
- Boughzala, M. & Jbili, A. (2009). Inflation targeting in MENA countries. IMF Working Paper, WP/09/97.
- Bouoiyour, J. (2003). Libéralisation financière et politique monétaire au Maroc : quels effets sur la stabilité macroéconomique ? *Les Cahiers du CEMAREF*, (11)
- Clarida, R., Gali. J. et Gertler, M. (1999). The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature* 37(4), 1661-1707..

- El Bouhadi, S., « L'usage des réserves obligatoires comme instrument de politique monétaire au Maroc », Revue Marocaine d'Économie, 2020.
- El Khorassani, M. (2007). Les mutations du système bancaire marocain. Éditions Le Harmattan.
- El Mandjra, N. (2000). Réformes financières et mutation de la politique monétaire au Maroc. Revue Marocaine d'Économie, (63), 45–62
- El Mandjra, Y. (2014). La politique monétaire du Maroc : transition, cadre et perspective d'inflation targeting [Mémoire de Master, Université Mohammed V]
- FMI (1990). Rapport sur le Maroc : programmes d'ajustement structurel et réformes économiques. Washington, D.C.
- FMI, Modernization of Monetary Policy Frameworks in Emerging Economies, Policy Paper, 2021.
- FMI, Morocco: Selected Issues – Exchange Rate and Monetary Policy Operations, Country Report, 2021
- FMI, Perspectives économiques régionales – Moyen-Orient et Afrique du Nord, avril 2023.
- Friedman, M. (1956). The Quantity Theory of Money – A Restatement. In M. Friedman (Ed.), Studies in the Quantity Theory of Money (pp. 3–21). University of Chicago Press.
- IMF. (2005). Morocco: Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 05/403
- International Monetary Fund. (2008). Morocco: Selected Issues (IMF Country Report No. 08/265). <https://www.imf.org>
- Jácóme, L. I., Magud, N. E., Pienknagura, S., & Uribe, M. (2025). Inflation Targeting and the Legacy of High Inflation (IMF Working Paper No. 2025/079). International Monetary Fund
- John B. Taylor, « Discretion versus policy rules in practice », Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, 1993, pp. 195–214.
- Kenneth Rogoff, « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », Quarterly Journal of Economics, vol. 100, n° 4, 1985, pp. 1169–1190.
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, Journal of Political Economy, 85(3), 473–491.
- Lahmidi, A. & Boulahya, M. (2005). Les réformes monétaires et financières au Maroc : une lecture critique. Centre Marocain de Conjoncture.
- Lahrach, A. (2009). La réforme de la politique monétaire au Maroc : entre libéralisation et ancrage nominal. Rabat : Institut d'Économie Appliquée.
- Lars E.O. Svensson, « Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule », Journal of Monetary Economics, vol. 43, n° 3, 1999, pp. 607–654.
- Ministère de l'Économie et des Finances (2006). La politique économique et monétaire au Maroc depuis l'indépendance. Rabat
- Mishkin, F.S., « Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis », NBER Working Paper n° 16755, 2011.
- Monticelli, C. « Targeting inflation in emerging economies: The role of monetary frameworks », Economic Review, European Central Bank, 2019

- OCDE, Examens de l'OCDE sur la gouvernance publique : Maroc 2021, Paris, Éditions OCDE, 2021.
- Ouchchikh Rachid, Mécanismes de transmission de la politique monétaire au Maroc, thèse de doctorat (Cadi Ayyad, 2014)
- Rachid Ouchchikh, Monetary Policy Transmission Mechanism in a Small Open Economy under Fixed Exchange Rate: An SVAR Approach for Morocco, International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research, 2017
- Royaume du Maroc. (2006). Loi n° 76-03 portant statut de Bank Al-Maghrib. Bulletin Officiel
- Saul, S. (1998). La Banque d'État du Maroc et la monnaie sous le Protectorat. In Banques et banquiers en Méditerranée au XXe siècle (pp. 193-215). Paris : Comité pour l'histoire économique et financière de la France.
- Svensson, L.E.O. (1997). Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets. European Economic Review 41(6), 1111-1146
- World Bank. (2007). Financial Sector Assessment – Morocco. Washington, DC: The World Bank