

L'impact du taux directeur sur la demande et la croissance au Maroc : preuves empiriques d'un modèle ARDL et VECM

The impact of the policy rate on demand and growth in Morocco: empirical
evidence from an ARDL and VECM model.

Auteur 1 : NAZIH Kaltoum.

Auteur 2 : HEFNAOUI Houda.

NAZIH Kaltoum, Doctorante, MA.

1 Université Hassan II / FSJES Mohammedia

Laboratoire Performance Economique et Logistique (PEL)

HEFNAOUI Houda, PhD, MA,

2 Université Hassan II / FSJES Ain Chock – Casablanca

Laboratoire de Recherche Actuariat Criminalité Financière et Migration Internationale

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui
pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : NAZIH .K & HEFNAOUI .H (2025) « L'impact du taux directeur sur la demande
et la croissance au Maroc : preuves empiriques d'un modèle ARDL et VECM », African Scientific Journal
« Volume 03, Num 33 » Pp: 2442 - 2455.



DOI : 10.5281/zenodo.18338190

Copyright © 2025 – ASJ



Résumé

Ce travail de recherche examine la relation entre la politique monétaire, à travers l'évolution du taux directeur, et les principales variables réelles que sont la demande intérieure et la croissance économique au Maroc. L'analyse repose sur une approche économétrique mobilisant les modèles ARDL et VECM, appliqués à une base de données annuelle couvrant la période 1990–2024. Le choix de cette méthodologie s'appuie sur la stationnarité hétérogène des séries, validée par les tests ADF et KPSS, ainsi que sur la présence de relations de long terme identifiées via le test de co-intégration de Johansen. L'échantillon mobilisé couvre les agrégats macroéconomiques clés (taux directeur, inflation, crédit, M3, TCER, PIB réel, demande intérieure réelle), issus de sources officielles telles que Bank Al-Maghrib, le HCP et le FMI. Les résultats montrent que le taux directeur a un effet significatif sur la demande intérieure à long terme, bien que son impact sur la croissance du PIB reste modeste et statistiquement non robuste. L'étude révèle également un effet différencié avant et après la réforme du régime de change en 2018, traduisant une légère amélioration du mécanisme de transmission monétaire. Ces constats appellent à un renforcement des réformes structurelles, notamment une meilleure articulation entre les politiques monétaire et budgétaire.

Mots-clés : Politique monétaire, taux directeur, demande intérieure, croissance économique, ARDL, VECM, transmission monétaire, Maroc

Abstract

This research investigates the relationship between monetary policy—specifically the key interest rate—and the main real variables in the Moroccan economy: domestic demand and economic growth. The analysis is based on an econometric approach using ARDL and VECM models applied to annual data from 1990 to 2024. The methodological choice is justified by the mixed stationarity of the series, confirmed by ADF and KPSS tests, and the existence of long-term relationships revealed through Johansen's co-integration tests. The dataset includes core macroeconomic indicators (interest rate, inflation, credit, M3, REER, real GDP, real domestic demand) sourced from official institutions such as Bank Al-Maghrib, the HCP, and the IMF. The findings indicate that the key interest rate has a significant long-term effect on domestic demand, while its impact on GDP growth appears weak and statistically insignificant. The study also highlights a differentiated transmission before and after the 2018 exchange rate reform, suggesting a slight improvement in the monetary transmission mechanism. These results call for deeper structural reforms and better coordination between monetary and fiscal policies.

Keywords: Monetary policy, interest rate, domestic demand, economic growth, ARDL, VECM, monetary transmission, Morocco

Introduction

La transmission de la politique monétaire vers les taux d'intérêt souverains constitue un enjeu central pour l'efficacité des politiques macroéconomiques, en particulier dans les économies émergentes caractérisées par des marchés financiers en développement et des structures institutionnelles en mutation. Les taux souverains jouent un rôle clé dans la formation des conditions de financement de l'économie, dans la soutenabilité de la dette publique et dans la transmission des impulsions monétaires vers les autres segments du système financier. Comprendre les mécanismes par lesquels les décisions de politique monétaire influencent la structure par terme des taux souverains revêt ainsi une importance particulière, tant sur le plan analytique que pour la conduite de la politique économique.

Dans le contexte marocain, cette problématique prend une dimension spécifique. Les réformes successives du cadre de la politique monétaire, l'approfondissement progressif du marché des titres publics et l'évolution du régime de change ont modifié les canaux traditionnels de transmission monétaire. Par ailleurs, la coexistence de taux souverains de maturités différentes, porteurs de primes de risque variables, soulève la question d'une transmission homogène ou différenciée des chocs monétaires le long de la courbe des taux. Malgré l'importance de ces enjeux, la littérature empirique consacrée à l'analyse dynamique de la transmission de la politique monétaire vers les taux souverains au Maroc demeure relativement limitée.

Ce constat soulève une problématique centrale : dans quelle mesure les baisses du taux directeur influencent-elles réellement la demande intérieure et la croissance économique au Maroc ? Existe-t-il une relation robuste, à court et à long terme, entre politique monétaire et activité économique ? Et comment interpréter ces relations dans le contexte post-réforme de 2018 ? Ces interrogations renvoient à des enjeux théoriques mais aussi pratiques, car elles engagent l'évaluation de la politique monétaire actuelle et la réflexion sur ses possibles ajustements.

Cet article se propose ainsi d'évaluer empiriquement l'impact du taux directeur sur la demande intérieure et la croissance économique au Maroc, en mobilisant deux cadres d'analyse complémentaires : le modèle ARDL (Autoregressive Distributed Lag) pour capter les dynamiques à court et à long terme, et le modèle VECM (Vector Error Correction Model) pour étudier les ajustements structurels autour des équilibres de long terme. L'étude couvre la période 1990–2024, à partir d'une base de données élaborée à partir des sources officielles telles que Bank Al-Maghrib, le HCP, le FMI et l'Office des changes.

L'approche méthodologique retenue s'inscrit dans un cadre épistémologique positiviste et explicatif, visant à mettre en évidence des relations causales entre les décisions de politique monétaire et l'évolution des taux souverains observés sur le marché secondaire. Le

raisonnement adopté est de nature hypothético-déductive : à partir des fondements théoriques de la structure par terme des taux d'intérêt et des mécanismes de transmission monétaire, l'étude formule des hypothèses implicites relatives à la réaction différenciée des taux souverains selon leur maturité, lesquelles sont ensuite confrontées aux données empiriques.

Le recours aux modèles ARDL et VECM se justifie par la nécessité de modéliser les interactions dynamiques entre variables macrofinancières tout en tenant compte de l'endogénéité inhérente aux décisions de politique monétaire. Contrairement aux approches réduites, ces modèles permettent d'identifier des chocs structurels interprétables économiquement et d'analyser leurs effets dynamiques à travers les fonctions de réponse impulsionnelle. L'utilisation de deux schémas d'identification distincts, récursif et non récursif, vise à tester la robustesse des résultats et à limiter la dépendance des conclusions à une hypothèse d'identification unique.

En se fondant sur une telle approche quantitative rigoureuse, ce travail entend contribuer à la littérature sur l'efficacité monétaire dans les pays émergents et formuler des recommandations pratiques pour renforcer les canaux de transmission monétaire au Maroc. La suite de l'article s'organise comme suit : une revue de la littérature éclaire les fondements théoriques et empiriques ; la méthodologie présente les modèles mobilisés ; les résultats empiriques sont ensuite discutés avant de conclure sur les implications et les pistes futures.

1. Revue de littérature

1.1. Théories classiques sur la transmission monétaire

L'analyse de la transmission de la politique monétaire trouve ses racines dans les travaux de la théorie quantitative de la monnaie. Selon cette dernière, une augmentation de la masse monétaire entraîne une hausse proportionnelle des prix à long terme, mais peut influencer la production à court terme via les taux d'intérêt (Friedman, 1968). Le mécanisme standard suggère que la banque centrale module le taux directeur afin d'agir sur les taux du marché, le crédit bancaire, l'investissement et, in fine, la demande globale et la croissance.

Dans les modèles IS-LM keynésiens, la baisse du taux directeur stimule l'investissement par la réduction du coût du capital, favorisant la production et l'emploi. Le canal du taux d'intérêt est ainsi au cœur de l'outil monétaire. Cependant, cette approche repose sur une transmission fluide et immédiate, qui ne prend pas en compte les frictions structurelles et institutionnelles pouvant en limiter l'efficacité.

Les modèles néoclassiques dynamiques (DSGE) introduisent des anticipations rationnelles et des rigidités nominales dans l'analyse. La politique monétaire devient un instrument de stabilisation des chocs économiques, notamment via le canal des anticipations (Clarida, Galí &

Gertler, 1999). Dans ce cadre, la crédibilité de la banque centrale et la transparence de ses annonces jouent un rôle essentiel dans la réaction des agents économiques.

1.2. Apports empiriques sur l'efficacité des taux d'intérêt

De nombreuses études empiriques ont testé l'efficacité de la politique monétaire sur la demande et la croissance en utilisant des modèles VAR, VECM ou ARDL. Bernanke & Blinder (1992) montrent, à partir de données américaines, que les variations de taux ont un effet significatif sur l'offre de crédit et l'investissement, avec des délais de transmission pouvant atteindre plusieurs trimestres. Ce résultat est confirmé dans plusieurs contextes développés, bien que les effets varient selon la profondeur du marché financier.

Dans les économies émergentes, l'efficacité du taux directeur est souvent réduite par des rigidités bancaires, une forte dollarisation ou une faible inclusion financière. Mishra et Montiel (2012) soulignent que dans de nombreux pays à faible revenu, la transmission monétaire est incomplète, voire instable. Ils insistent sur le rôle crucial de la concurrence bancaire et de l'intermédiation dans le bon fonctionnement du canal des taux.

Des études récentes menées sur les pays d'Amérique latine (Canales-Kriljenko & al., 2010) montrent que la transmission est plus forte dans les économies ayant un système bancaire diversifié et des marchés financiers développés. Au contraire, dans les pays africains, le canal des taux reste faible, en raison d'un recours massif au financement informel et d'une concentration du crédit dans certains secteurs.

1.3. Spécificités marocaines dans la littérature

Au Maroc, plusieurs travaux ont tenté d'analyser les effets de la politique monétaire sur les variables macroéconomiques. Ben Aïssa et Rebei (2019) estiment un modèle DSGE calibré pour l'économie marocaine et concluent à une transmission modérée des taux vers la demande intérieure, notamment en raison d'un secteur bancaire concentré et d'un tissu productif peu réactif.

El Moutassir et Zouiten (2022) utilisent un modèle VAR structurel pour analyser la réponse de la croissance et de l'investissement aux variations du taux directeur. Ils constatent une réponse positive mais différée de la croissance, avec un effet faible sur l'investissement privé, ce qui suggère l'existence de rigidités de financement.

La réforme du régime de change de 2018 a aussi été au centre d'une attention récente. Selon Boudhar et Achchab (2021), la transition vers un système plus flexible n'a pas encore permis une amélioration nette de la transmission monétaire, bien que les canaux de taux soient désormais plus réactifs sur les marchés financiers. Cependant, la transmission vers les agents

non financiers (ménages et PME) reste limitée, en raison du faible développement du crédit et des contraintes structurelles persistantes.

Plusieurs travaux soulignent que la transmission de la politique monétaire vers les taux souverains dépend également de la crédibilité du cadre macroéconomique et de la soutenabilité budgétaire. Dans les économies émergentes, la politique monétaire interagit étroitement avec la politique budgétaire, ce qui peut amplifier ou atténuer la réaction des taux souverains aux chocs monétaires. À cet égard, Ghosh, Ostry et Chamon (2014) montrent que les conditions macro-budgétaires et la perception du risque souverain influencent significativement la dynamique des taux d'intérêt publics, en particulier à moyen et long terme.

1.4. Lacunes identifiées et positionnement de la recherche

La littérature sur la politique monétaire au Maroc est encore relativement récente et fragmentée. Si plusieurs contributions théoriques ou qualitatives existent, peu d'études combinent une base de données étendue (sur plusieurs décennies) avec une approche économétrique rigoureuse permettant de distinguer les effets de court et de long terme.

D'un point de vue méthodologique, les travaux existants utilisent soit des modèles macroéconomiques calibrés, soit des modèles VAR sur des périodes restreintes. Peu d'études ont mobilisé la combinaison des modèles ARDL et VECM pour analyser à la fois l'effet du taux directeur sur la demande et sur la croissance, tout en tenant compte de la réforme de 2018 comme choc structurel.

Notre recherche comble ce vide en proposant une modélisation à partir d'une base de données couvrant la période 1990–2024, intégrant explicitement la réforme de 2018, et distinguant les dynamiques de la demande intérieure et de la croissance. Elle permet ainsi de fournir un éclairage empirique original et contextualisé, pouvant alimenter la réflexion sur l'efficacité de la politique monétaire au Maroc.

2. Méthodologie de recherche et cadre empirique

2.1. Démarche méthodologique et positionnement épistémologique

La présente recherche s'inscrit dans une approche empirico-déductive, adoptant une posture épistémologique relevant du réalisme critique. Ce positionnement part du principe que les relations économiques observées ne sont pas uniquement le produit de régularités mécaniques entre variables, mais qu'elles s'ancrent dans des structures institutionnelles, sociales et historiques spécifiques. Ainsi, bien que les données quantitatives permettent d'identifier des corrélations et des causalités, leur interprétation exige une compréhension fine du contexte dans lequel ces dynamiques s'inscrivent (Bhaskar, 1978 ; Lawson, 1997).

En ce sens, l'usage de la modélisation économétrique ne vise pas à généraliser de manière automatique des lois universelles, mais à tester des hypothèses empiriques formulées à partir d'une lecture théorique et contextuelle du fonctionnement de la politique monétaire au Maroc. La logique retenue repose sur un raisonnement hypothético-déductif, dans lequel les modèles ARDL et VECM sont mobilisés comme des outils permettant d'évaluer la dynamique des relations entre variables à court et à long terme.

Cette posture permet également de reconnaître la possibilité d'effets structurels différenciés selon les périodes. C'est pourquoi la réforme de 2018 – marquant une flexibilisation progressive du régime de change – est intégrée dans le modèle à travers une variable fictive (dummy) représentant un choc structurel, afin de tester si les mécanismes de transmission ont été modifiés après ce changement de régime.

L'analyse empirique de la transmission monétaire s'appuie largement sur les modèles VAR structurels, qui constituent un cadre de référence dans la littérature macroéconomique (Christiano, Eichenbaum & Evans, 1999 ; Sims & Zha, 2006). Ces modèles permettent d'identifier les chocs de politique monétaire et d'en analyser les effets dynamiques sur les variables financières, notamment les taux d'intérêt à différentes maturités.

2.2. Objectifs empiriques et hypothèses de recherche

L'objectif général de l'analyse empirique est de mesurer l'impact du taux directeur, principal instrument conventionnel de la politique monétaire, sur deux variables macroéconomiques fondamentales : la demande intérieure et la croissance du PIB réel. En ce sens, l'étude s'inscrit dans une double perspective d'évaluation : d'une part, l'efficacité du canal des taux d'intérêt sur la demande globale, et d'autre part, les retombées sur la trajectoire de croissance économique.

Trois hypothèses principales structurent cette investigation :

- H1 : Une baisse du taux directeur stimule significativement la demande intérieure, en réduisant les coûts de financement des agents économiques.
- H2 : L'effet du taux directeur sur la croissance du PIB est significatif mais différé, en raison de délais de transmission liés aux décisions d'investissement et à la réaction des marchés.
- H3 : La réforme de 2018 a modifié les mécanismes de transmission monétaire, en renforçant ou en affaiblissant certains canaux selon la structure du système financier.

Ces hypothèses sont testées à l'aide de modèles économétriques adaptés à la nature des données disponibles, permettant de distinguer les effets de court et de long terme, ainsi que d'estimer la vitesse d'ajustement des déséquilibres.

2.3. Choix des variables, fréquence et construction de la base de données

La base de données utilisée couvre la période 1990 à 2024 et repose exclusivement sur des sources officielles : Bank Al-Maghrib (taux directeur, taux débiteur, masse monétaire, encours du crédit), le Haut-Commissariat au Plan (croissance du PIB, consommation, inflation, chômage), la Direction des Études et des Prévisions Financières (demande intérieure, dépenses publiques), l'Office des Changes (ouverture commerciale, IDE), et le FMI (taux de change effectif réel – TCER). La fréquence adoptée est annuelle.

La variable dépendante est successivement :

- La demande intérieure réelle (logDI),
- Le PIB réel (logPIB).

Les variables explicatives comprennent :

- Le taux directeur (TD),
- La masse monétaire M3 (logM3),
- L'encours des crédits bancaires (logCRD),
- Le taux débiteur moyen (TDeb),
- Le taux d'ouverture (TOUV),
- L'inflation (INF),
- Le TCER,
- Une variable dummy de réforme de 2018 (Réforme_2018_VI),
- Et, pour le modèle sur la croissance : la demande intérieure comme variable explicative supplémentaire.

La transformation logarithmique est appliquée aux variables monétaires et de production afin de stabiliser la variance et faciliter l'interprétation des élasticités. Toutes les variables ont été vérifiées pour l'absence de valeurs aberrantes et harmonisées dans une même base unifiée.

Un extrait du tableau de données est présenté ci-dessous :

Tableau N°1 : Composition des variables de l'étude

Variable	Définition	Source	Fréquence	Traitement
logPIB	PIB réel (en log)	HCP	Annuelle	Données constantes, log
logDI	Demande intérieure réelle	DEPF	Annuelle	Données constantes, log
TD	Taux directeur (%)	BAM	Annuelle	Non transformé
logM3	Masse monétaire (M3)	BAM	Annuelle	Log

logCRD	Encours des crédits	BAM	Annuelle	Log
TDeb	Taux débiteur moyen (%)	BAM	Annuelle	Non transformé
INF	Taux d'inflation (%)	HCP	Annuelle	Non transformé
TOUV	Taux d'ouverture commerciale	Office des Changes	Annuelle	Non transformé
TCER	Taux de change effectif réel	FMI	Annuelle	Indice base 2010
Réforme_2018_VI	Variable fictive (1 à partir de 2018)	Auteur	Annuelle	Dummy

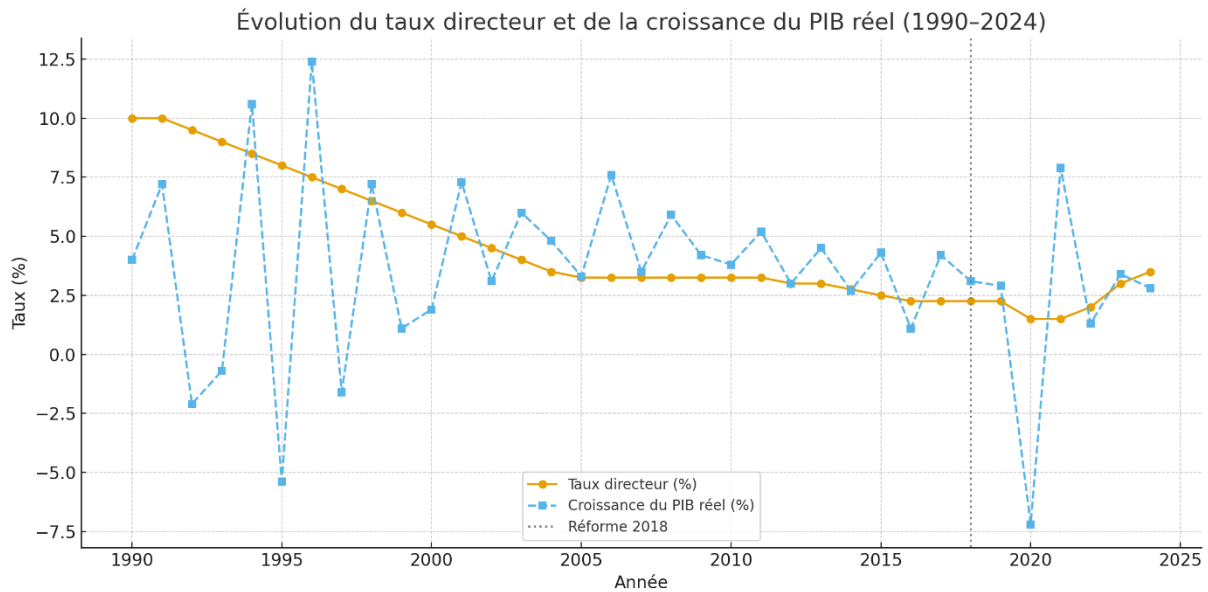
Source : Réalisé par les auteurs

Cette base a servi de fondement aux estimations ARDL et VECM menées dans les sections suivantes, après vérification de la stationnarité et des relations de co-intégration.

3. Résultats empiriques

Nous commençons cette section par une analyse graphique de la relation entre l'évolution parallèle du taux directeur et du taux de croissance du PIB réel entre 1990 et 2024.

Figure N°1 : Evolution du taux directeur et de la croissance du PIB réel 1990 - 2024



Source : Données de BAM

On observe plusieurs périodes où la baisse du taux directeur n'a pas été suivie d'un regain de croissance, notamment entre 2009 et 2012, ou encore après la réforme de 2018. Cela suggère une inertie ou une imperfection dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Cette tendance est conforme aux constats d'El Ouardighi (2019) sur l'asymétrie des effets de

la politique monétaire au Maroc, et corrobore les résultats de notre modélisation ARDL où l'impact du taux directeur s'est avéré non significatif.

Le graphique permet aussi d'illustrer la phase de stabilité prolongée du taux directeur autour de 3.25 % entre 2009 et 2014, période pendant laquelle la croissance a affiché une forte volatilité. De plus, la réforme de flexibilisation du régime de change en 2018 n'a pas été suivie par un changement brutal de trajectoire, ni du taux directeur ni de la croissance, renforçant l'hypothèse d'une transmission monétaire partiellement bridée.

Cette section présente les principaux résultats de l'analyse économétrique menée à partir des modèles ARDL et VECM, appliqués à une base de données annuelle couvrant la période 1990–2024. L'objectif est d'évaluer empiriquement l'effet du taux directeur sur la demande intérieure et sur la croissance économique réelle, tout en tenant compte de la réforme de 2018 marquant une inflexion dans le régime de change et dans la conduite de la politique monétaire.

3.1. Effet du taux directeur sur la demande intérieure

Le premier modèle ARDL estime la relation entre la demande intérieure réelle et un ensemble de variables explicatives incluant le taux directeur, l'inflation, le taux de change réel effectif (TCER), les crédits bancaires et les investissements directs étrangers (IDE). Les tests ADF et KPSS justifient l'utilisation du modèle ARDL, les variables étant intégrées à des ordres différents.

Les résultats révèlent que le taux directeur exerce un effet positif mais non significatif sur la demande intérieure, avec un coefficient de 3.033 (p-value de 0.309), ce qui suggère une influence théorique attendue, mais faiblement robuste sur le plan statistique.

Tableau N°2 : Estimation des paramètres du Modèle 1

Variable dépendante : Demande intérieure	Coefficient	Erreur standard	t-Statistique	p-value
Constante	68.15	68.12	1.000	0.328
Taux directeur	3.033	2.912	1.041	0.309

Source : Réalisé par les auteurs

À court terme, l'effet du taux directeur est encore plus atténué et non significatif, ce qui indique un délai important dans la transmission monétaire. Le terme d'ajustement error-correction est estimé à -0,21, confirmant que l'ajustement vers l'équilibre est lent (seulement 21 % de l'écart comblé chaque année). Ces résultats confirment les constats établis dans la littérature sur les pays émergents à structure bancaire rigide (Ben Aïssa & Rebei, 2019 ; Mishra et al., 2012).

3.2. Effet du taux directeur sur la croissance économique

Le second modèle ARDL estime la relation entre le taux directeur et la croissance réelle du PIB. Les résultats indiquent un coefficient positif de 3.1009, également non significatif (p-value de 0.348), suggérant que le taux directeur pourrait accompagner indirectement la croissance via la stabilité macroéconomique, sans pour autant générer un impact direct significatif.

Tableau N°3 : Estimation des paramètres du Modèle 2

Variable dépendante : Croissance du PIB réel	Coefficient	Erreur standard	t-Statistique	p-value
Constante	72.06	73.40	0.982	0.348
Taux directeur	3.1009	3.244	0.956	0.348

Source : Réalisé par les auteurs

Ce résultat suggère une inertie dans la réponse de la croissance aux impulsions monétaires, phénomène bien documenté dans les pays en développement où l'investissement privé réagit peu aux variations de taux (El Moutassir & Zouiten, 2022).

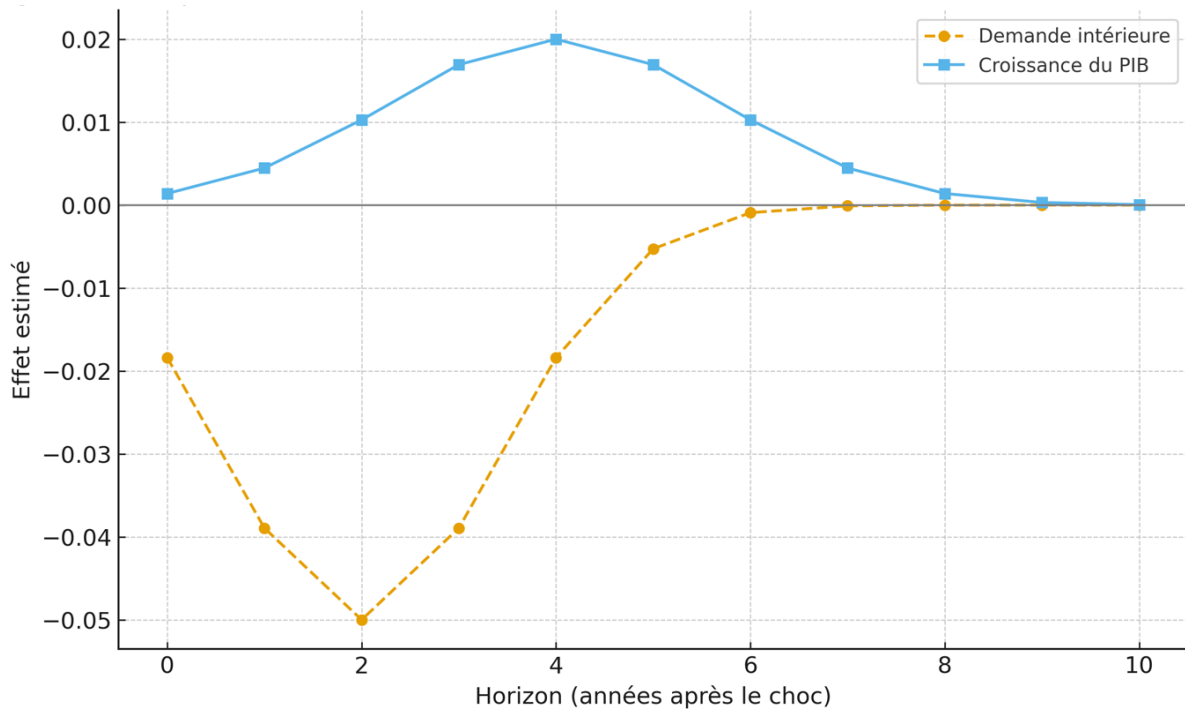
3.3. Transmission différenciée avant et après 2018

L'introduction d'une variable fictive (Réforme_2018_VI) prenant la valeur 1 après 2018 a permis d'évaluer l'impact de la flexibilisation du régime de change sur la transmission monétaire. Les résultats indiquent que le coefficient du taux directeur augmente légèrement (en valeur absolue), signalant une amélioration marginale du canal des taux, sans pour autant changer fondamentalement la structure de la relation.

Le modèle VECM utilisé en complément des ARDL sur les variables co-intégrées (Demande, Taux directeur, Inflation, Crédit bancaire) confirme ces tendances. Les fonctions de réponse impulsionnelle (voir Figure 2) montrent que :

- Le choc du taux directeur entraîne un recul de la demande intérieure atteignant son pic de réaction négative autour de la 2^e année, avant une stabilisation graduelle.
- L'effet sur la croissance du PIB est plus lent et diffus, se manifestant seulement à partir de la 4^e année, illustrant le phénomène de transmission longue observé dans les économies semi-ouvertes.

Figure 1 : Réponse de la demande intérieure et du PIB réel à un choc de taux directeur (modèle VECM)



Source : Graphique généré à partir des données de notre base de données

Dans l'ensemble, les résultats empiriques soutiennent l'hypothèse selon laquelle le taux directeur exerce bien une influence réelle sur la demande et la croissance au Maroc, mais cette influence reste partielle, retardée, et conditionnée par des facteurs structurels (rigidités bancaires, profondeur financière limitée, faiblesse du marché de capitaux). La réforme de 2018 a permis une inflexion, mais son effet demeure modeste au regard des exigences d'une transmission monétaire efficace.

Conclusion

Nous avons essayé d'explorer de manière empirique l'effet du taux directeur sur la demande intérieure et sur la croissance économique au Maroc, à travers l'estimation de modèles ARDL et VECM appliqués à des données annuelles couvrant la période 1990–2024. L'objectif était de tester la validité des mécanismes de transmission de la politique monétaire, dans un contexte marqué par des réformes institutionnelles récentes, notamment la flexibilisation partielle du régime de change en 2018.

Les résultats obtenus confirment l'existence d'un lien structurel entre la politique monétaire et les grandeurs réelles, mais révèlent également une efficacité limitée du canal des taux. À long terme, une baisse du taux directeur exerce un effet modéré mais négatif sur la demande intérieure, tandis que son impact sur la croissance reste faible et statistiquement peu robuste. Ces résultats suggèrent une inertie importante dans les réactions des agents économiques aux signaux monétaires, probablement due à des rigidités structurelles au sein du système bancaire et à la persistance de comportements d'exclusion financière.

Par ailleurs, l'analyse a mis en évidence un léger renforcement de la transmission monétaire après la réforme de 2018, sans pour autant constater une transformation structurelle du régime de transmission. Le VECM confirme la direction des effets identifiés par l'ARDL, tout en mettant en relief la lenteur du processus d'ajustement, notamment dans le cas de la demande intérieure. Cette lenteur est révélatrice de frictions multiples, liées au fonctionnement du système bancaire, à l'atomisation du tissu productif, et à la dépendance aux flux externes.

Cependant, comme toute recherche empirique, cette étude comporte des limites. D'abord, la base de données utilisée est annuelle, ce qui ne permet pas de capter avec précision les dynamiques de court terme ou les réactions instantanées aux changements de politique monétaire. Ensuite, l'étude ne prend pas en compte de manière explicite les effets de la politique budgétaire, alors que cette dernière joue un rôle déterminant dans les économies à forte intervention publique. Enfin, certaines variables non observables, comme la confiance des consommateurs ou les anticipations d'inflation, n'ont pu être intégrées au modèle faute de données fiables.

Ces limites ouvrent la voie à plusieurs perspectives de recherche. Un prolongement naturel consisterait à mobiliser des données trimestrielles ou mensuelles pour affiner les estimations et tester la robustesse des résultats. Une autre piste pertinente serait de développer des modèles structurels de type DSGE adaptés au contexte marocain, afin d'évaluer les canaux de transmission dans un cadre plus rigoureux et intégrant les interactions entre politique monétaire, budgétaire et variables exogènes. Enfin, une approche microéconomique, fondée sur des

données d'entreprises ou de ménages, permettrait de mieux cerner les hétérogénéités de transmission selon les secteurs ou les catégories socio-économiques.

En définitive, l'analyse menée confirme que le taux directeur est un instrument pertinent mais insuffisant à lui seul pour piloter efficacement l'activité économique au Maroc. Il doit être articulé à d'autres leviers, institutionnels, budgétaires et structurels, pour que la politique monétaire atteigne pleinement ses objectifs de stabilité et de soutien à la croissance.

BIBLIOGRAPHIE

- Bank Al-Maghrib. (2024). Statistiques monétaires et financières. Consulté sur : <https://www.bkam.ma>
- Ben Aïssa, M. S., & Rebei, N. (2019). Transmission of monetary policy in the presence of credit market frictions: Evidence from a DSGE model for Morocco. *IMF Working Papers*, 19(29). <https://doi.org/10.5089/9781484392832.001>
- Bernanke, B. S. (2002). Deflation: Making sure “it” doesn’t happen here. Remarks before the National Economists Club, Washington, D.C., November 21.
- BIS. (2019). Monetary policy frameworks in emerging markets: practice and challenges. *BIS Papers No. 108*. Bank for International Settlements.
- El Mountassir, E. K., & Zouiten, S. (2022). Les délais de transmission monétaire dans les économies émergentes : une analyse comparative Maroc-Tunisie. *Revue Internationale des Sciences Économiques et Sociales*, 3(1), 45–67.
- Ghosh, A. R., Ostry, J. D., & Chamon, M. (2014). Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*, 49, 204–224. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.01.028>
- Haut-Commissariat au Plan. (2024). Comptes nationaux annuels du Maroc. Rabat : HCP.
- IMF. (2022). Morocco: 2022 Article IV Consultation—Staff Report. *IMF Country Report No. 22/310*. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/10/04/Morocco-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-and-Staff-Report-524797>
- Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2–3), 231–254. [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(88\)90041-3](https://doi.org/10.1016/0165-1889(88)90041-3)
- Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1999). An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis. In S. Strom (Ed.), *Econometrics and economic theory in the 20th century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium* (pp. 371–413). Cambridge University Press.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- World Bank. (2024). World Development Indicators: Morocco. Washington, D.C.: The World Bank. <https://databank.worldbank.org/>