

## Analyse théorique de l'évolution des stratégies de politique monétaire adoptées par Bank Al-Maghrib

### Theoretical analysis of the evolution of monetary policy strategies adopted by Bank Al-Maghrib

**Mohamed ER-RAHMANY, (Doctorant)**

*Laboratoire interdisciplinaire de recherche en économie, finance et management des organisations*

*Faculté des sciences juridiques économiques et sociales de Fès  
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Maroc*

**Fouad BEN ELHAJ, (Enseignant-chercheur)**

*Faculté des sciences juridiques économiques et sociales de Fès  
Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Maroc*

<b>Adresse de correspondance :</b>	Faculté des sciences juridiques économiques et sociales BP 42 A Fès, Maroc Université Sidi Mohamed Ben Abdellah Fès Maroc (Fès) 30000 Téléphone : 0664299299
<b>Déclaration de divulgation :</b>	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
<b>Conflit d'intérêts :</b>	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
<b>Citer cet article</b>	ER-RAHMANY, M., & BEN ELHAJ, F. (2023). Analyse théorique de l'évolution des stratégies de politique monétaire adoptées par Bank Al-Maghrib. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 4(3-1), 22-36. <a href="https://doi.org/10.5281/zenodo.7975042">https://doi.org/10.5281/zenodo.7975042</a>
<b>Licence</b>	<b>Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND</b>

Received: April 08, 2023

Accepted: May 30, 2023

## **Analyse théorique de l'évolution des stratégies de politique monétaire adoptées par Bank Al-Maghrib**

### **Résumé**

Le choix d'une stratégie de politique monétaire diffère d'un pays à l'autre en fonction des objectifs de la Banque centrale et du régime de change adopté par ce pays.

La majorité des Banques centrales abandonnent les stratégies d'objectif intermédiaire au profit des stratégies d'objectif (s) final (s). Puisqu'elles fixent la stabilité des prix comme son objectif prioritaire. En s'inspirant de ce contexte, les autorités monétaires marocaines cherchent à travers des réformes à mettre en place des prérequis pour adopter une stratégie de politique monétaire lui permettant d'atteindre l'objectif de stabilité des prix, considéré comme l'objectif principal de Bank Al Maghrib dans ses deux derniers statuts.

L'objectif de cet article, d'une part, est de traiter les théories relatives aux stratégies de politique monétaire et d'autre part, d'analyser les stratégies de politique monétaire adoptées par la Banque centrale du Maroc.

En adoptant une revue de littérature narrative, les résultats obtenus montrent qu'avant 2006 le Maroc avait adopté une stratégie d'ancrage monétaire à travers une stratégie de contrôle d'un agrégat monétaire que ce soit au sens strict ou sens large (M1 ou M3). Toutefois, à partir de 2006 et suite à la défaillance de la stratégie d'ancrage monétaire, Bank Al-Maghrib a adopté une autre stratégie dite multicritères, qui coexiste avec la stratégie d'ancrage du taux de change. Ainsi, ce travail explique aussi que la réforme du régime de change entamé par les autorités monétaires marocaines en 2018 à travers le basculement graduel vers un régime de change flexible viserait le passage vers une stratégie de ciblage d'inflation lorsque la flexibilité du régime de change atteindrait un niveau avancé.

**Mots clés :** Politique monétaire, Banque centrale, Régimes de change.

**Classification JEL :** E52, E58, E42.

**Type de l'article :** Article théorique.

### **Abstract**

The choice of a monetary policy strategy differs from one country to another depending on the objectives of the central bank and the exchange rate regime adopted by that country.

The Majority of Central Banks are abandoning intermediate target strategies in favor of final (s) target (s) strategies. Since they set price stability as its priority objective. Inspired by this context, the Moroccan monetary authorities seek through reforms to put in place prerequisites for adopting a monetary policy strategy allowing it to achieve the objective of price stability, considered as the main objective of Bank Al-Maghrib in its last two statuses.

The objective of this article, on the one hand is to deal with the theories relating to monetary policy strategies and on the other hand, to analyze the monetary policy strategies adopted by the Central Bank of Morocco.

By adopting a review of narrative literature, the results showed that before 2006 Morocco had adopted a strategy of monetary anchoring through control of a monetary aggregate whether in the strict sense or in the broad sense (M1 or M3) . However, from 2006 and following the failure of the monetary anchoring strategy, Bank Al-Maghrib adopted another so-called multi-criteria strategy, which coexists with the exchange rate anchoring strategy. Thus, this work also explains that the reform of the exchange rate regime initiated by the Moroccan monetary authorities in 2018 through the gradual switch to a flexible exchange rate regime would aim to switch to an inflation targeting strategy when the flexibility of the exchange rate regime would reach an advanced level.

**Keywords :** Monetary policy, Central bank, Exchange rate regimes .

**JEL Classification :** E52, E58, E42.

**Paper type :** Theoretical article.

## 1. Introduction

Généralement la stratégie de politique monétaire consiste, à se donner des objectifs finaux, en les hiérarchisant, et à définir les moyens de les atteindre en utilisant des instruments adaptés à l'environnement dans lequel s'inscrit l'action de la Banque centrale. C'est-à-dire la démarche générale retenue par les autorités monétaires pour remplir le mandat que leur assigne le cadre institutionnel, Bordes (2008). Ainsi, durant ces dernières décennies, la majorité des Banques centrales dans le monde et notamment dans les pays industrialisés et émergents focalisaient leurs politiques monétaires sur le maintien de la stabilité des prix.

De plus, une Banque centrale pouvait démontrer sa crédibilité à l'aide d'une stratégie. Trois types de stratégies essentielles existent : La première est d'imposer à la banque une règle lui guidant son comportement en cas de poussées inflationnistes. Elle devra alors faire varier, de manière anti-inflationniste, le taux d'intérêt ou la masse monétaire selon la règle prévue à l'avance. Pour la deuxième, quelques pays collent leur monnaie à une monnaie forte, afin d'importer la crédibilité, cas de certains pays de l'Est qui suivent le dollar poursuivant une politique de taux de change fixe, en renonçant volontairement à leur autonomie, ces pays acquièrent une nouvelle réputation. Finalement, certains pays, ayant plus ou moins échoué avec les deux stratégies précédentes, ont mis en place une nouvelle forme de stratégie dénommée stratégie de ciblage d'inflation, Iben Slimane (2012).

Les autorités publiques cherchent à atteindre les objectifs finaux à court et à long terme à travers l'utilisation des politiques économiques. Ces objectifs sont réunis dans le fameux carré magique de Nicholas Kaldor. Qui sont, la croissance économique, le plein-emploi des facteurs de production, l'équilibre extérieur et la stabilité des prix. De même, les spécialistes de ce domaine cherchent à ajouter la stabilité des marchés financiers aux objectifs de la politique monétaire cités ci-dessus, surtout avec des crises financières récurrentes, qui déstabilisent le système financier dans sa globalité, en provoquant des dégâts énormes pour l'économie mondiale, Mishkin et Eakins (2012).

En outre, la politique économique est constituée de : Politique monétaire, politique budgétaire, politique de change, politique commerciale, etc. Chacune de ces politiques fixe un ou plusieurs objectifs à atteindre. Toutefois la réalisation d'un objectif ou (des objectifs finaux) escompté (s) ne peut être atteint qu'à travers l'atteinte d'un objectif intermédiaire, Lehmann (2011) . En revanche, dans ces dernières décennies et plus précisément à partir de la fin des années soixante-dix, la majorité des Banques centrales fixent la stabilité des prix comme un objectif final à long terme (on parle d'un mandat clair ou hiérarchique), cependant, on trouve celles qui fixent à la fois la croissance économique et la stabilité des prix comme objectifs finals de la politique monétaire (on parle d'un mandat dual).

Par ailleurs, depuis, l'indépendance du Maroc, les autorités monétaires veillaient dans l'élaboration des stratégies de politique monétaire à la stabilité externe et interne de la monnaie nationale sauf dans quelques années où ces autorités s'orientaient vers le soutien de l'activité économique.

Ainsi, le cadre stratégique de la politique monétaire au Maroc se trouvait toujours focaliser sur la masse monétaire que ce soit au sens large ou au sens strict (M3 ou M1), avant d'adopter à partir de 2006 une stratégie dite multicritères, Hmadouch (2019). Cependant, il est important de préciser pour le cas du Maroc que la stratégie monétaire basée sur le contrôle de la masse monétaire et celle qui correspond à l'approche multicritère coexistaient avec la stratégie d'ancrage du taux de change, FMI (2015). Puisque l'adoption d'une stratégie de politique monétaire par une Banque centrale ne se fait pas d'une façon séparée du régime de change adopté par ce pays. C'est grâce à la coexistence de ces stratégies et le contrôle des capitaux que s'expliquaient l'autonomie relative de la politique monétaire et même la maîtrise de l'inflation par Bank Al-Maghrib, Hmadouch (2022).

Ce document est structuré comme suit : La première section traite la revue de littérature théorique relative aux stratégies de politique monétaire. La deuxième section analyse l'évolution des stratégies monétaires adoptées par la Banque centrale du Maroc. La troisième section est consacrée à l'explication de la relation entre le régime de change et le cadre stratégique de la politique monétaire au Maroc. Et enfin une conclusion pour synthétiser les principaux résultats soulevés.

## **2. Revue de littérature**

Les théories sur les stratégies de politique monétaire peuvent être divisées en deux types d'une part, on trouve les stratégies d'objectifs intermédiaires et d'autre part, les stratégies d'objectifs finals.

### **2.1. Stratégies d'objectifs intermédiaires**

Les objectifs intermédiaires de la politique monétaire sont une variable monétaire considérée comme une cible aux autorités monétaires, ces objectifs doivent remplir trois conditions : Être mesurables et rapidement connus par les autorités monétaires, être contrôlés d'une manière directe ou indirecte par les autorités monétaires et enfin, être reliés avec le ou les objectif (s) final (s). En réalité ou bien en pratique, les objectifs intermédiaires peuvent être regroupés en trois sortes : Les agrégats monétaires, les taux d'intérêt et les taux de change. Le choix de l'objectif intermédiaire varie d'un pays à l'autre en fonction du contexte de chaque pays, en effet, si l'économie d'un pays est financée par les intermédiaires financiers, un agrégat mesurant le crédit bancaire peut apparaître comme meilleur objectif intermédiaire. Cependant, si la finance directe qui domine le financement d'une économie, dans ce cas le taux d'intérêt sera considéré comme l'objectif intermédiaire le plus adéquat, alors que si un pays dispose un régime de change fixe dans ce cas le taux de change sera considéré comme le meilleur objectif intermédiaire choisi par les autorités monétaires, Plihon (2004). De plus, les banquiers centraux utilisent les termes objectifs intermédiaires pour désigner des instruments qui ne sont pas directement sous leur contrôle, mais qui se situent plutôt quelque part entre leurs outils d'élaboration des politiques et leurs objectifs, Cecchetti et al (2017). D'après, les trois objectifs intermédiaires cités ci-dessus, on trouve trois stratégies qui découlent de ces objectifs, ces stratégies seront abordées ci-dessous.

#### **2.1.1. Stratégie de ciblage d'un agrégat monétaire**

Un rythme de croissance des agrégats monétaires constitue un bon objectif intermédiaire dès lors que les autorités monétaires peuvent l'influencer à l'aide des instruments dont elles disposent. Mais pour être de bons objectifs intermédiaires, les agrégats monétaires doivent être revus régulièrement. En effet, il est nécessaire de pouvoir les calculer facilement et donc de délimiter de façon très précise les actifs qui peuvent ou non être transformés rapidement en moyen de paiement, c'est-à-dire ceux qui peuvent être considérés comme des actifs monétaires et ceux qui ne le sont pas. Rien ne sert de contrôler un agrégat si, par le biais de substitutions d'actifs, les agents arbitrent rapidement entre des actifs inclus dans ces agrégats et d'autres qui ne le sont pas. Rien ne sert non plus de contrôler un agrégat si, à la suite d'un processus d'innovation financière, les agents achètent de nouveaux titres non inclus dans les agrégats, mais qui sont très facilement transformables en moyens de paiement, Delaplace (2021).

Par ailleurs, le ciblage de la masse monétaire présente un certain nombre d'avantages qui peuvent être résumés comme suit : Il garantit une autonomie à la Banque centrale dans la détermination du taux d'inflation (par comparaison au ciblage du taux de change, qui rend la détermination du taux d'inflation tributaire du pays d'ancrage) ; il est facile à déterminer la valeur de la cible monétaire sur laquelle la Banque centrale s'engage ; il permet d'avoir une

information rapide sur le taux de progression de la masse monétaire qui sert à la prise de décision dans le bref délai par la Banque centrale ; il est le plus clair et transparent permettant aux publics de constater l'effort fourni par la Banque centrale pour maintenir la stabilité des prix et de formuler l'anticipation d'inflation et enfin, il permet d'assurer la crédibilité recherchée par la Banque centrale, Landais (2008). Toutefois, le régime de ciblage monétaire apparaît dans les années 70 dans l'objectif de lutter contre l'inflation a été abandonné à cause de l'innovation et de la déréglementation financière qui rendent les agrégats monétaires non valables comme objectif intermédiaire, en d'autres termes, il apparaît que la déréglementation et l'innovation dans le système financier ont réduit l'utilité des agrégats monétaires en tant qu'objectifs intermédiaires pour la politique monétaire , ce qui rend alors le régime de ciblage monétaire moins efficace, voire dépassé. Mais cela ne veut pas dire que les agrégats monétaires sont totalement abandonnés par la Banque centrale, ces derniers restent des éléments importants dans l'élaboration des stratégies des banques centrales, Landais (2008).

### **2.1.2. Stratégie de ciblage du taux d'intérêt**

Les taux d'intérêt peuvent constituer un bon objectif intermédiaire dans la mesure où ils sont facilement mesurables. Cependant, il est presque universellement admis que les taux d'intérêt nominaux et réels posent de sérieux problèmes en tant qu'objectifs intermédiaires à long terme: Ainsi, même dans le cas le plus favorable, les objectifs de taux d'intérêt nominaux devraient être continuellement mis à jour à la lumière des informations entrantes sur l'économie et l'inflation. Une stratégie consistant simplement à arrimer un taux nominal pourrait mettre l'économie dans une spirale inflationniste (déflationniste) continue si les autorités fixaient de taux trop bas (élevé). Ce problème est parfois appelé l'absence d'un « point d'ancrage nominal » pour les cibles de taux nominaux. L'instabilité de la relation entre les taux d'intérêt, et entre les taux d'intérêt et l'économie pose d'autres problèmes pour un objectif de taux nominal (par exemple, la politique monétaire peut réagir de manière inappropriée aux fluctuations aléatoires de la pression sur un taux cible résultant de changements dans les relations de courbe de rendement ou de changements dans les primes de risque). Et enfin, on trouve le problème général des relations éventuellement instables entre les taux d'intérêt, et entre les taux d'intérêt et les objectifs finaux est aussi vrai pour les objectifs de taux d'intérêt réels que nominaux Steindel (1990).

Par ailleurs, si les autorités monétaires ne peuvent intervenir directement sur ces taux, elles peuvent en revanche, se fixer comme objectif intermédiaire un certain niveau de ces taux et agir sur eux indirectement au travers des taux de refinancement, c'est-à-dire au travers des taux auxquels les banques obtiennent de la monnaie centrale, Delaplace (2021). Or, ce que fait le contrôle des taux d'intérêt, c'est de forcer les taux d'intérêt nominaux à être constants ; les taux d'intérêt nominaux sont définis comme étant égaux aux taux d'intérêt réels majorés de la différence en pourcentage des prix futurs attendus et des prix actuels. Dans ce modèle, les taux d'intérêt réels évoluent très peu en raison de leur effet très important sur la demande d'investissement, et les prix futurs attendus ne bougent pas du tout sous le ciblage du niveau des prix. Par conséquent, pour que les taux d'intérêt nominaux soient également constants, les prix doivent être très peu évolués et les salaires réels sont moins perturbés par les mouvements de prix, Matthews (2006).

### **2.1.3. Stratégie de ciblage du taux de change**

Le modèle de Mundell-Fleming permet de bien comprendre le ciblage de taux de change et leur répercussion sur le comportement de la politique monétaire. En effet, ce modèle explique que dans une économie on ne peut pas trouver, un régime de change fixe, une liberté de circulation des capitaux et une politique monétaire indépendante. Ces trois objectifs ne peuvent être réalisés en même temps, on parle de triangle d'incompatibilité, qui veut dire que parmi ces trois



objectifs cités ci-dessus seulement deux qui peuvent être réalisables à la fois, par exemple si une Banque centrale fixe le taux de change et laisse une libre circulation des capitaux, la politique monétaire perd son autonomie, Landais (2008).

De plus, le ciblage du taux de change présente plusieurs avantages : Premièrement, l'ancrage nominal d'un objectif de taux de change fixe le taux d'inflation des biens échangés au niveau international et contribue ainsi directement à maîtriser l'inflation. Deuxièmement, si l'objectif de taux de change est crédible, il ancre les anticipations d'inflation au taux d'inflation du pays d'ancrage à la devise duquel il est arrimé. Troisièmement, un objectif de taux de change fournit une règle automatique pour la conduite de la politique monétaire qui évite le problème d'incohérence temporelle, elle force un resserrement de la politique monétaire lorsqu'il y a une tendance à la dépréciation de la monnaie nationale ou un relâchement de la politique lorsqu'il y a une tendance à l'appréciation de la monnaie nationale. La politique monétaire n'a plus le pouvoir discrétionnaire qui peut conduire à la poursuite d'une politique expansionniste pour obtenir des gains d'emploi qui conduisent à une incohérence temporelle et quatrièmement, un objectif de taux de change a l'avantage d'être simple et clair, ce qui le rend facilement compréhensible par le public. Toutefois, malgré les avantages inhérents au ciblage des taux de change, ce dernier pose de sérieux problèmes, comme le montre l'expérience internationale. Ainsi, le ciblage du taux de change fait l'objet de plusieurs critiques sérieuses : Premièrement, un objectif de taux de change entraîne la perte d'une politique monétaire indépendante : Avec des marchés de capitaux ouverts, un objectif de taux de change fait que les taux d'intérêt nationaux sont étroitement liés à ceux du pays d'ancrage. Le pays cible perd ainsi la capacité d'utiliser la politique monétaire pour répondre à des chocs internes indépendants de ceux qui frappent le pays d'ancrage. En outre, un objectif de taux de change signifie que les chocs subis par le pays d'ancrage sont directement transmis au pays cible, car les variations des taux d'intérêt dans le pays d'ancrage entraînent un changement correspondant des taux d'intérêt dans le pays cible. Un deuxième problème avec les objectifs de taux de change a été souligné avec force par Obstfeld et Rogoff : Les objectifs de taux de change laissent les pays exposés à des attaques spéculatives contre leurs monnaies. Un troisième problème, le taux de change ciblé est difficile à déterminer objectivement à une valeur soutenable et le quatrième problème, lors de ces crises, la défense pratiquée par les banques centrales dans leurs interventions est coûteuse, à la mesure des gains réalisés par les spéculateurs, Mishkin (1999).

Par ailleurs, l'expérience de ces dernières années a montré que dans un monde caractérisé par une forte mobilité des capitaux et des mouvements de capitaux instables, les taux de change fixes conventionnels se sont révélés fragiles. Plus important encore, le simple ancrage du taux de change ne s'est pas avéré être un substitut au maintien de la stabilité et de la crédibilité monétaire dans le pays. En fait, des expériences récentes suggèrent que les ancrages de taux de change ne peuvent être durables que lorsqu'ils sont crédibles, et la crédibilité est dans une large mesure déterminée par les politiques macroéconomiques nationales. Donc de ce point de vue, un régime de ciblage d'inflation peut mieux fonctionner qu'un cadre de ciblage du taux de change. On peut même soutenir que, dans la mesure où la monnaie nationale de nombreux pays en développement a été attaquée, parce que la Banque centrale avait un objectif de taux de change implicite ou explicite qui n'était pas perçu comme crédible, l'adoption d'un ciblage de l'inflation peut conduire à une monnaie plus stable si elle signale un engagement clair en faveur de la stabilité macroéconomique et d'un taux de change flottant librement, Agénor et Montiel (2015).

## **2.2. Stratégies d'objectifs finals**

Les autorités monétaires, qui rejettent les objectifs intermédiaires, peuvent soit cibler une variable finale, soit choisir de suivre une règle de fonctionnement de la Banque centrale plus

complexe que les simples règles monétaires. Le premier implique un choix supplémentaire entre le ciblage de l'inflation et le ciblage du PIB nominal, Bain et Howells (2003).

### **2.2.1. Stratégie de ciblage du produit intérieur brut nominal**

Un certain nombre de raisons à la fois économiques et politiques ont été avancées pour utiliser le PIB nominal comme une cible de la politique monétaire. Pour des raisons purement économiques, certains pensent que les objectifs de revenu nominal offrent un moyen efficace d'absorber les chocs économiques ou de contrôler l'inflation au fil du temps. En tant qu'outil de politique publique, le PIB nominal est parfois considéré comme un moyen de limiter les options politiques dont disposent les autorités monétaires et de communiquer efficacement les objectifs finaux de la politique monétaire.

Ainsi, la stratégie de ciblage de PIB nominal présente certains avantages : De nombreux analystes pensent que dans le cadre d'un objectif de PIB nominal, l'impact d'une grande variété de chocs économiques sur les prix et la production pourrait être efficacement absorbé ou dévié. Lorsque le PIB nominal est ciblé, les chocs de demande sont neutralisés assez rapidement et n'ont pas d'impact durable sur les prix et la production réelle, en effet, l'explication simple de ce résultat est que la politique monétaire opère en déplaçant la demande globale via les variations de la masse monétaire par conséquent, toute perturbation inattendue de la demande globale est immédiatement contrée par un changement induit par la politique monétaire dans la masse monétaire qui ramène la demande à son niveau initial. Et enfin, les partisans du ciblage du revenu nominal soutiennent généralement que la division de l'impact des chocs d'offre sur les prix et la production représente un bon compromis entre les objectifs ultimes de stabilité des prix et une production réelle adéquate, Hilton et Moorthy (1990). En outre, un certain nombre d'économistes, Hall et Gregory (1994) ont proposé que les banques centrales ciblent le taux de croissance du PIB nominal plutôt que l'inflation, Taylor (1985). La croissance du PIB nominal, que l'on peut considérer comme une croissance monétaire corrigée par la vitesse, c'est-à-dire que si la vitesse était constante, la croissance du PIB nominal et la croissance monétaire seraient égales, par définition a l'avantage de donner un certain poids à la production ainsi que les prix, Mishkin (2007). De plus, Cecchetti a présenté des simulations qui suggèrent que les politiques visant à stabiliser la croissance du PIB nominal peuvent être plus susceptibles de produire de bons résultats économiques, étant donné la difficulté de prévoir et de contrôler l'inflation, Cecchetti (1995).

Pourtant, la stratégie de ciblage du revenu nominal présente un certain nombre d'inconvénients: Premièrement, les données sur le revenu national sont généralement assez tardives, d'une précision incertaine et sujettes à des révisions mineures. Deuxièmement, passer aux objectifs de revenu nominal implique d'accorder un poids exactement égal à un écart en pourcentage de la production réelle par rapport à son niveau souhaité et à une divergence des prix par rapport à l'objectif de niveau de prix ciblé. Troisièmement, il y aurait un conflit possible entre une Banque centrale indépendante et le gouvernement sur l'objectif de revenu nominal. Quatrièmement, il existe d'autres instruments de la politique économique comme (la politique budgétaire), qui influencent le revenu nominal, mais qui ne sont pas sous le contrôle de la Banque centrale et enfin, il est difficile de combiner une bonne et une mauvaise chose dans une même cible par exemple, on peut vouloir réagir à un choc sur les prix en encourageant, par des mesures politiques, une compensation (partielle) de la production, dans un souci de stabilité. Cependant, l'atteinte d'un objectif de revenu nominal pourrait obliger les autorités à chercher à augmenter les prix afin de compenser une baisse de la production due par exemple, à une mauvaise récolte. Malgré ces critiques, on ne peut pas nier les avantages de la stratégie de ciblage du revenu nominal lors de l'établissement et de l'explication publique de la stratégie à long terme et du cadre politique au sein desquels les objectifs intermédiaires et les règles de fonctionnement à court terme sont décidés. En outre, les partisans du ciblage du PIB nominal

ont souligné son opérabilité et sa robustesse puisqu'il ne dépend que de variables connues par des décideurs Bain et Howells (2003). Ainsi, certains partisans du ciblage du PNB nominal soutiennent qu'un objectif de revenu nominal imposerait une contrainte nécessaire aux autorités monétaires, selon ces analystes, les décideurs accordent une importance excessive au maintien d'un certain niveau d'emploi et tentent généralement de détourner les effets des perturbations négatives de la production réelle au prix d'une augmentation des prix Hilton et Moorthy (1990).

### **2.2.2. Stratégie de ciblage d'inflation**

Compte tenu de la rupture de la relation entre les agrégats monétaires et les variables d'objectif tel que l'inflation, de nombreux pays ont récemment adopté le ciblage de l'inflation comme régime de politique monétaire. La Nouvelle-Zélande a été le premier pays à adopter officiellement le ciblage de l'inflation en 1990, suivie par le Canada en 1991, le Royaume-Uni en 1992, la Suède en 1993, la Finlande en 1993, l'Australie en 1994 et l'Espagne en 1994, et d'autres pays ont également adopté une forme de ciblage de l'inflation, Mishkin (2007).

Dans ce contexte, on pourrait soutenir que toutes les banques centrales qui souhaitent maintenir l'inflation à un niveau bas suivraient le ciblage d'inflation. En fait, le ciblage d'inflation peut être compris comme une stratégie de politique monétaire au sens large, englobant les concepts de politique monétaire de lutte contre l'inflation. En ce sens, le ciblage monétaire pourrait être interprété comme une forme spécifique de ciblage de l'inflation. Ici, la politique monétaire agirait en fonction du signal fourni par l'expansion monétaire pour atteindre son objectif de maintenir l'inflation à un niveau bas. En d'autres termes : Le ciblage d'inflation et le ciblage monétaire ne sont pas des stratégies qui s'excluent mutuellement, Belke et Polleit (2010). Toutefois, le ciblage du PIB nominal est une alternative raisonnable au ciblage de l'inflation, et qui est généralement compatible avec la stratégie globale de politique monétaire. Mais, on a trois raisons de préférer modérément le ciblage d'inflation au ciblage de PIB nominal: Premièrement, les informations sur les prix sont reçues plus rapidement et plus fréquemment que les données sur le PIB nominal. Donc c'est une considération pratique qui annule une partie de l'attrait théorique de l'objectif de PIB nominal. Deuxièmement, étant donné que les diverses mesures de protection et de flexibilité à court terme intégrées à l'approche du ciblage de l'inflation, nous doutons qu'il y ait une grande différence pratique dans la mesure où le ciblage de l'inflation et le ciblage du PIB nominal permettraient d'atteindre les objectifs de stabilisation à court terme. Et enfin, c'est peut-être le plus important, il semble probable que le concept d'inflation est mieux compris par le public que ne l'est le concept de PIB nominal, qui pourrait facilement être confondu avec le PIB réel, Mishkin (2007).

Par ailleurs, il existe cinq conditions de base pour la mise en œuvre d'un régime de ciblage de l'inflation : La première est un degré élevé d'indépendance de la Banque centrale, pas dans le choix de l'objectif d'inflation lui-même, mais plutôt dans le choix et la manipulation des instruments de politique monétaire; la seconde, l'absence d'un ciblage de facto du taux de change nominal, ou de manière équivalente, la prédominance de l'objectif d'inflation; la troisième, un système financier suffisamment solide, la quatrième, une transparence et une responsabilité accrues, et la cinquième, la capacité technique de prévoir l'inflation, Agénor et Montiel (2015). Dans le même sens, pour Frederic Mishkin, le ciblage d'inflation implique les cinq éléments suivants : L'annonce publique de cibles numériques prospectives à moyen terme pour l'inflation ; un engagement institutionnel envers la stabilité des prix en tant que principal objectif à long terme de la politique monétaire et envers la réalisation de l'objectif d'inflation ; une stratégie d'inclusion de l'information ; une transparence accrue de la stratégie de politique monétaire grâce à une communication avec le public et les marchés sur les projets et les objectifs des responsables de la politique monétaire et une responsabilité accrue de la Banque centrale dans la réalisation de ses objectifs d'inflation, Mishkin (2007).



En outre, le régime du ciblage d'inflation a plusieurs avantages, qui peuvent être présentés comme suite : Premièrement, il permet à la Banque centrale de se concentrer sur des préoccupations nationales. Deuxièmement, le ciblage numérique d'inflation explicite renforce la responsabilité de la Banque centrale et permet de limiter le risque de le voir tomber dans le piège de l'incohérence temporelle provoqué par une politique monétaire expansionniste, autrement dit, le ciblage d'inflation renforce la position de la Banque centrale à l'égard des pressions politiques, qui peuvent être exercées sur la Banque centrale, en limitant les politiques inflationnistes, chose qui minimise aussi le risque d'incohérence temporelle. Troisièmement, la stratégie du ciblage d'inflation donne une grande importance à la transparence dans la prise des décisions et dans les communications régulières de la Banque centrale avec le public. Et enfin, le régime du ciblage d'inflation renforce la position de la politique monétaire menée par la Banque centrale face à des chocs inflationnistes.

Néanmoins, comme toutes stratégies de politique monétaire, la stratégie du ciblage d'inflation a aussi plusieurs inconvénients, le premier de ces inconvénients est que le ciblage d'inflation adresse des signaux retardés, c'est-à-dire qu'une politique monétaire encadrée par une stratégie du ciblage d'inflation s'avère incapable de transmettre rapidement ces effets, puisqu'elle nécessite une longue période pour voir les conséquences de cette stratégie sur l'inflation. Deuxièmement, le ciblage d'inflation est accusé aussi d'une rigidité excessive, notamment pour faire face à des événements inopinés. Et finalement, le régime du ciblage d'inflation peut provoquer aussi un ralentissement de la croissance économique lorsque l'économie vive une instabilité monétaire. Toutefois, le ciblage d'inflation ne pénalise pas l'économie quand la stabilité monétaire existe, de plus, Frederic Mishkin confirme que le ciblage d'inflation permet de réaliser non seulement le contrôle de l'inflation, mais, il faciliterait aussi les conditions favorables pour l'épanouissement de l'activité économique, Mishkin (2010).

### **2.2.3. Stratégie à objectifs multiples**

Une Banque centrale peut fixer un seul objectif final comme elle peut fixer deux ou plusieurs objectifs finaux. Ainsi, on trouve parmi les banques centrales qui fixent plusieurs objectifs finaux la Bundesbank (Banque Centrale Allemagne ) cette dernière devrait « contribuer à la politique économique tant que cela était compatible avec l'objectif de sauvegarde de la monnaie » à partir de cette formule, il apparaît que la mission de la Banque centrale reste générale et non précise, et elle peut fixer deux ou plusieurs objectifs à condition que la Bundesbank ouvre pour la sauvegarde de la monnaie. En outre, le Système de Réserve Fédérale fixe plusieurs objectifs. Ainsi selon les dispositions de la loi de Humphrey-Hawkins de 1978 qui amende le Système de Réserve Fédérale précisent que la Banque centrale doit « assumer une croissance à long terme des agrégats monétaires, fiduciaires et de crédit, compatible avec le potentiel d'augmentation à long terme de la production nationale afin d'atteindre effectivement les objectifs de plein emploi, de stabilité des prix et de modération des taux d'intérêt à long terme », ainsi pour le cas de la Banque Centrale Américaine et selon ce qui précède, il apparaît que les objectifs fixés pour cette Banque centrale sont clairs et plus précis, puisqu'elle fixe à la fois l'augmentation de la production et la stabilité des prix comme objectifs finals de la politique monétaire, Lehmann (2011).

## **3. Évolution des stratégies monétaires adoptées par la Banque centrale du Maroc**

### **3.1. Stratégie d'ancrage monétaire**

La stratégie d'ancrage monétaire ou la stratégie de contrôle d'un agrégat monétaire (M1, M2 et M3) est considérée comme la première stratégie adoptée par la Banque centrale du Maroc, cette

stratégie consiste à surveiller le niveau de la masse monétaire et faire en sorte à ce que son rythme de progression soit à chaque instant adapté à l'accroissement de la valeur réelle de la production nationale sans engendrer l'inflation. Autrement dit, le stock de monnaie en circulation s'ajuste en fonction de la croissance du PIB majoré du niveau général des prix de l'année, en prenant en compte des prévisions de budget et de l'évolution de la balance des paiements. En outre, cette stratégie est basée sur l'objectif intermédiaire pour la réalisation de l'objectif final. Or, la réussite de cette stratégie est tributaire à des conditions relatives aux relations entre l'objectif intermédiaire et l'objectif final. En effet, la stratégie d'objectif intermédiaire de croissance d'un agrégat monétaire est fondée sur les conditions suivantes : L'existence d'un lien stable entre l'objectif intermédiaire et l'objectif final, l'objectif intermédiaire doit être facilement contrôlable ainsi que l'objectif intermédiaire doit être considéré comme un objectif avancé de l'objectif final, Iben Slimane (2012).

Par ailleurs, au Maroc les autorités monétaires fixaient jusqu'au 1996 la croissance de l'agrégat monétaire au sens de M2 comme objectif intermédiaire, alors que pour les années 1997 et 1998 les autorités monétaires ont fixé l'agrégat M3, mais, à partir de 1999 et avec l'instabilité de la masse monétaire au sens large (M3), les autorités monétaires ont ciblé l'agrégat monétaire au sens strict M1. De plus, Bank Al-Maghrib décidait à partir du janvier 2006 à revenir au ciblage de l'agrégat M3 et l'adoption d'une nouvelle stratégie monétaire dite multicritère, Iben Slimane (2012).

Le changement de l'agrégat ciblé comme objectif intermédiaire montrait l'inefficacité de la stratégie d'objectif intermédiaire de croissance d'un agrégat monétaire menait par Bank Al-Maghrib ; l'échec de cette stratégie est expliqué par l'écart entre le taux de croissance de la masse monétaire ciblé et réalisé. Ainsi, l'écart monétaire entre les réalisations et les objectifs ciblés pour M1, s'est accentué d'une année à l'autre, pour qu'il atteint 7,8% en 2005. Cet écart peut être expliqué par les flux de devises générés par les opérations de privatisation, les recettes du tourisme et les transferts des Marocains du monde. Ces flux de devises, et dans le cadre d'un régime de change fixe, ont généré une création monétaire dépassant les objectifs monétaires fixés, ce qui a contribué à l'accumulation d'excédent de liquidités, Msady et Khariss (2018). Le tableau ci-dessous montre l'élargissement de cet écart avec le temps :

**Tableau 1 : Agrégats monétaires en termes de réalisation et d'objectif**

Agrégat ciblé	M2												
Année	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Objectif (1)	10,9	11	10	16	10	12	16	10	13	11	10	7	6
Réalisation (2)	12,4	15,5	11,2	16,2	9	14,3	15,9	9,7	14,7	11,8	10,5	16,8	9,3
Ecart (2)-(1)	1,5	4,5	1,2	0,2	-1	2,3	-0,1	-0,3	1,7	0,8	0,5	9,8	3,3
Agrégat ciblé	M2				M3		M1						
Année	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Objectif (1)	8,2	9	6	7	7	8	7,5	6,5	9,5	7	8	7	7
Réalisation (2)	8,7	10,2	7	6,6	9,2	6	11,5	8,2	15,9	9	9,6	9,7	14,8
Ecart (2)-(1)	0,5	1,2	1	-0,4	2,2	-2	4	1,7	6,4	2	1,6	2,7	7,8

**Source : Rapport annuel de Bank AL-Maghrib**

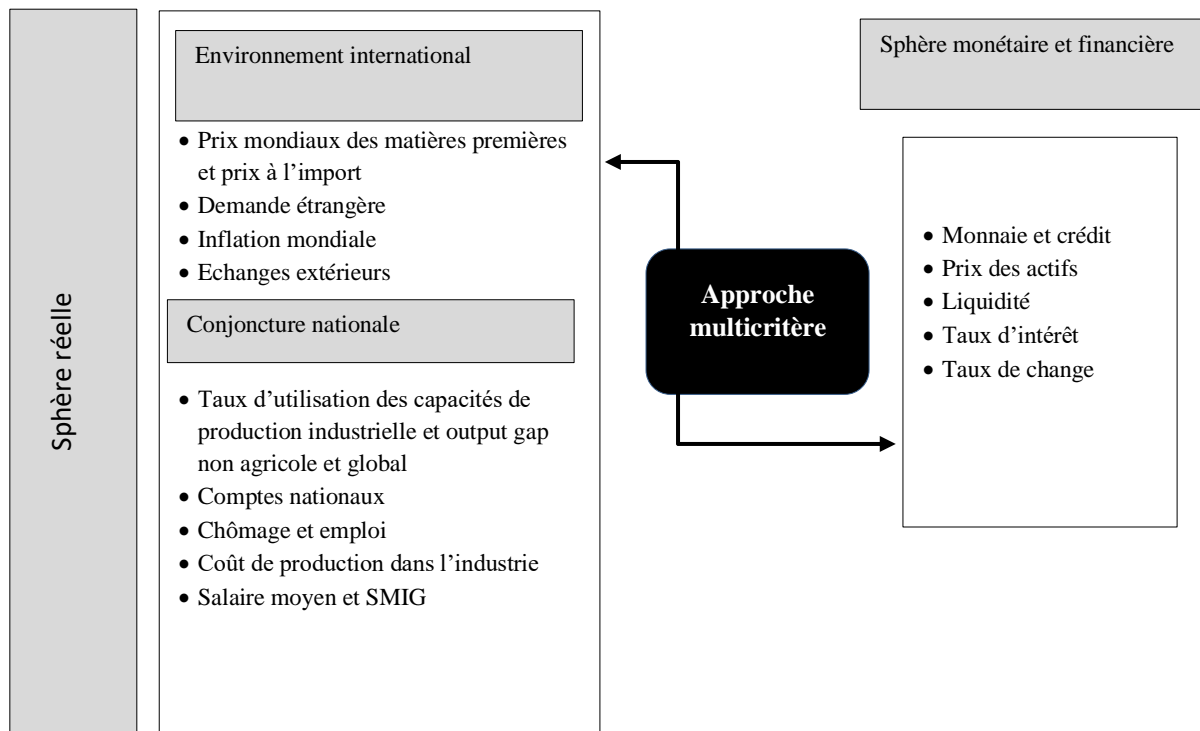
D'après le tableau ci-dessus, on constate que les autorités monétaires n'ont jamais réalisé l'objectif escompté en termes de taux de croissance de l'agrégat ciblé ; dans la majorité des cas les réalisations dépassaient les objectifs fixés quel que soit l'agrégat utilisé. Toutefois, toutes ces données permettant de dire et de confirmer l'inefficacité des stratégies de contrôle monétaire menaient par les autorités monétaires marocaines, Msady et Khariss (2018).

### 3.2. Approche multicritère à partir de 2006

L'adoption de la loi relative à la réforme de statut de Bank Al-Maghrib en 2006, qui l'a doté d'une large autonomie et lui a assigné la stabilité des prix comme mission prioritaire. Cette réforme a été accompagnée d'une réadaptation du cadre stratégique de la politique monétaire l'a conduite à une approche multicritère de diagnostic des risques inflationnistes et sur l'analyse des mécanismes de transmission de la politique monétaire, Bank AL-Maghrib (2006).

L'approche multicritère adoptée par Bank Al-Maghrib se basait sur plusieurs critères qui relèvent de la sphère monétaire et financière d'une part et de la sphère réelle d'autre part. En effet, la sphère réelle et la sphère monétaire sont composées de cinq critères suivants : Liquidité, prix des actifs, monnaie et crédit, taux d'intérêt et taux de change. Et la sphère réelle est composée de l'environnement international, qui contient les critères suivants : Prix mondiaux des matières premières et prix à l'import, inflation mondiale, échanges extérieurs et demande étrangère ; et de la conjoncture nationale qui se base sur les critères ci-après : Chômage et emploi, comptes nationaux, coût de production dans l'industrie, salaire moyen et SMIG et taux d'utilisation des capacités de production industrielle et output gap non agricole et global.

Figure 1 : Approche multicritère de Bank Al-Maghrib



Source : Bank Al-Maghrib

Ainsi, l'analyse du pilier réel concernant l'évolution de l'environnement international permet d'établir les projections des comptes extérieurs, et des réserves internationales nettes, qui revêtent une importance capitale pour les décisions de politique monétaire au Maroc au vu du régime de change adopté par le pays et du fait qu'elles représentent le facteur principal impactant la liquidité des banques. De même, et en restant dans le même pilier (réel), l'analyse qui concerne les composantes de la conjoncture nationale en termes prospectifs permet d'estimer l'output gap<sup>1</sup> et le taux d'utilisation des capacités qui représentent les principaux indicateurs des pressions inflationnistes d'origine réelle. Alors, concernant les analyses des composantes de la sphère monétaire et financière, ces analyses permettent de mesurer l'écart

<sup>1</sup> L'output gap désigne l'écart entre le niveau effectif de la production et celui atteint si l'économie était à son potentiel.

monétaire qui représente le principal indicateur des pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire. De plus, toutes ces analyses sont complétées par une lecture des principales évolutions sur les marchés des actifs, notamment le marché immobilier, la bourse et sur le marché de la dette, permettant ainsi de déterminer les effets de richesse des agents et leur impact sur l'inflation, Sadok (2018).

Cependant, et d'après les critères fixés par cette approche, il apparaît que la Banque centrale ne fixait pas une stratégie de politique monétaire claire qui se base sur un objectif intermédiaire précis. De plus, l'adoption d'une stratégie d'une politique monétaire par une Banque centrale ne se fait pas d'une manière isolée du régime de change adopté par ce pays, Hmadouch (2019).

## **4. Réforme du régime de change au service de la politique monétaire au Maroc**

### **4.1. Réforme du régime de change et autonomie de la politique monétaire au Maroc**

Le Maroc a entamé la réforme du régime de change dans l'objectif de rendre sa politique monétaire plus autonome. Ainsi, en s'inspirant du modèle du Mundell-Fleming, ce modèle explique dans un cadre d'un triangle d'incompatibilité, qu'on ne peut pas trouver dans un pays, un régime de change fixe une libéralisation des mouvements des capitaux et une politique monétaire autonome. Donc, il existe trois possibilités : La première est de renoncer à l'autonomie de la politique monétaire aux profits de la libéralisation des mouvements des capitaux et de la fixité du régime de change. La deuxième possibilité est de renoncer à la libéralisation des mouvements des capitaux au profit de la fixité du régime de change et de l'autonomie de la politique monétaire et la troisième possibilité est de renoncer à la fixité du régime de change au profit de la libéralisation des mouvements des capitaux et de l'autonomie de la politique monétaire.

De plus, et en relation avec le modèle de triangle d'incompatibilité, au début, les autorités monétaires marocaines ont opté pour la deuxième possibilité c'est-à-dire de renoncer à la libéralisation des mouvements des capitaux aux profits de la fixité du régime de change et de l'autonomie de la politique monétaire, Benlamine et al (2018). En effet, pour donner une certaine autonomie à la politique monétaire, les autorités monétaires marocaines via l'office des changes exerçaient un contrôle des capitaux notamment pour les résidents, ce contrôle donne à Bank Al-Maghrib une certaine autonomie dans la prise des décisions relatives aux politiques monétaires. Toutefois, le contrôle des capitaux a des limites surtout que le Maroc est une petite économie ouverte qui enquête de profiter des opportunités offertes en matière des investissements et en cherchant à devenir un hub financier régional. Pour atteindre ces objectifs, les autorités monétaires marocaines ont commencé à mettre en œuvre les prérequis pour passer vers la troisième possibilité tout en renonçant d'une manière progressive à la fixité du régime de change aux profits de libéralisation des mouvements des capitaux et de l'autonomie de la politique monétaire. C'est dans cet objectif que les autorités monétaires marocaines ont amorcé la réforme du régime de change, en cherchant à le basculer d'une manière graduelle vers un régime de change flottant permettant une libéralisation des mouvements de capitaux et une politique monétaire autonome basée sur le ciblage de l'inflation « l'achèvement de la transition vers un régime de ciblage d'inflation accompagné d'un assouplissement du taux de change aiderait l'économie marocaine à mieux absorber les effets de nouveaux chocs extérieurs » FMI (2021).

### **4.2. Taux de change comme canal de transmission de la politique monétaire au Maroc**

La réforme du régime de change amorcé par les autorités monétaires marocaines ne fixe pas l'autonomie de la politique monétaire comme seul objectif. Mais, elle a d'autres objectifs à côté de l'autonomie la politique monétaire à savoir les autorités monétaires marocaines cherchaient

à rendre le taux de change un canal opérationnel de transmission de la politique monétaire. En effet, le taux de change ne peut être considéré comme un canal de transmission de la politique monétaire que si le régime de change auquel est attaché le taux de change est flexible, Mishkin (2001). Autrement dit, le basculement des autorités monétaires marocaines vers un régime de change plus flexible s'inscrit aussi dans l'objectif de rendre le canal du taux de change comme un canal opérationnel pour la transmission des décisions de Bank Al-Maghrib en matière de politique monétaire. Ainsi, le FMI dans son rapport relatif aux consultations de 2015 au titre de l'article IV a confirmé que la réforme du régime de change permet d'améliorer la transmission de la politique monétaire, tout en alignant mieux le taux directeur et le taux du marché monétaire, FMI (2016).

### **4.3. Flexibilité du régime de change et stratégie de ciblage d'inflation**

Certes, que la flexibilisation du régime de change constitue une des conditions sine qua non à l'adoption d'une stratégie de ciblage d'inflation (voir ci-dessus).

Ainsi la réforme du régime de change déjà entamée par le Maroc vise aussi le passage d'une stratégie d'ancrage du taux de change vers une stratégie de ciblage d'inflation.

Toutefois, la réforme menée jusqu'à présent ne permet pas l'adoption d'une telle stratégie. De plus, Bank Al-Maghreb explique dans son plan stratégique 2019-2023 que « dès que le processus de flexibilisation atteindra un stade suffisamment avancé, l'ancre de la politique monétaire devrait changer, impliquant pour Bank Al-Maghrib l'adoption du ciblage d'inflation comme nouvelle stratégie de politique monétaire. En préparation à cela, elle poursuivra l'affinement des paramètres sous-tendant cette stratégie, en définissant la nature de la cible d'inflation, les modalités de sa fixation, son horizon, ainsi que les règles de son actualisation » Bank Al-Maghrib (2019). En outre, d'après la déclaration ci-dessus de Bank Al-Maghreb, il apparaît que la Banque centrale attendra une flexibilisation avancée du régime de change pour qu'elle puisse basculer vers une stratégie de politique monétaire basée sur le ciblage d'inflation. De même, Omar Bakkou confirme la chronologie de cette stratégie en écrivant dans son ouvrage que la mise en place d'un régime de change flottant dans le futur va appeler les autorités monétaires marocaines à adopter une politique de ciblage d'inflation, Bakkou (2019).

## **5. Conclusion**

L'adoption d'une stratégie de politique monétaire par une Banque centrale permet aux agents économiques de comprendre les objectifs déclarés et non déclarés de celle-ci. Autrement dit, à travers l'adoption d'une stratégie de politique monétaire, l'Institut d'émission peut influencer les anticipations des agents économiques, pour qu'il puisse enfin atteindre ses objectifs.

Dans ce travail, on a évoqué au début, la revue de littérature traitant les différentes stratégies de politique monétaire, qui peuvent être adoptées par une Banque centrale. Ces stratégies sont scindées en deux types : Stratégies d'objectifs intermédiaires et stratégies d'objectifs finals. Et on est arrivé à la conclusion suivante : La plupart des Banques centrales adoptent les stratégies d'objectif(s) final(s) notamment la stratégie de ciblage d'inflation qui nécessite des conditions particulières (citées ci-dessus), et abandonnent les stratégies d'objectif intermédiaire.

Ainsi, dans un deuxième temps, on a analysé les stratégies monétaires adoptées par Bank Al-Maghrib, et on a trouvé que l'Institut d'émission a adopté avant 2006 une stratégie d'ancrage monétaire basée sur le ciblage des agrégats monétaires. Mais à partir de 2006 Bank Al-Maghrib a basculé d'une stratégie d'ancrage monétaire à une stratégie multicritère coexistant avec une stratégie d'ancrage du taux de change.

Et enfin, on a expliqué, la réforme du régime de change et leur impact sur le cadre stratégique de la politique monétaire au Maroc. Et on a tiré aussi les conclusions suivantes : Le basculement vers un régime de change plus flexible va donner plus d'autonomie à Bank Al-Maghrib dans la



mise en œuvre de la politique monétaire et va aussi permettre de rendre le taux de change un canal opérationnel de transmission des décisions de Bank Al-Maghrib. De même, elle va permettre à Bank Al-Maghrib d'adopter une stratégie de ciblage d'inflation lorsque la flexibilité du taux de change va atteindre un stade avancé.

## Références

- (1). AGÉNOR, Pierre-Richard et MONTIEL, Peter J (2015). *Development macroeconomics*. 4ème édit, Princeton university press. P : 238-246.
- (2). BAIN, Mr Keith et HOWELLS, Peter (2003). *Monetary economics: policy and its theoretical basis*. Macmillan International Higher Education. P : 260-267.
- (3). Bakkou, Omar (2019) . *Pour mieux comprendre la flexibilité du Dirham*. El Maarif Al Jadida, 1<sup>ère</sup> Edition. P : 270.
- (4). Bank Al-Maghrib (2019) . *Plan stratégique 2019-2023*. P : 17.
- (5). Bank AL-MAGHRIB, (2006). *Rapport annuel présenté à Sa Majesté le Roi : exercice 2006*. Bank al-Maghrib. P : 71.
- (6). BELKE, Ansgar et POLLEIT, Thorsten (2010) . *Monetary economics in globalised financial markets*. Springer Science & Business Media. P : 697.
- (7). BENLAMINE, Mokhtar, BULIR, Mr Ales, FAROUKI, Meryem, et al (2018). *Morocco: a practical approach to monetary policy analysis in a country with capital controls*. International Monetary Fund. P : 5.
- (8). BORDES Christian, « III. La stratégie monétaire et les procédures de décision », dans : Bordes Christian (2008) ., *La politique monétaire*. Paris, La Découverte, « Repères », p. 41-52. URL : <https://www.cairn.info/--9782707149527-page-41.htm>
- (9). CECCHETTI, Stephen G (1995). *Inflation indicators and inflation policy*. NBER macroeconomics annual, vol. 10, p. 189-219.
- (10). CECCHETTI, Stephen Giovanni, SCHOENHOLTZ, Kermit L., et FACKLER, James (2017) . *Money, banking, and financial markets*. 5<sup>ème</sup> édition, McGraw-Hill/Irwin. P : 469.
- (11). DELAPLACE, Marie (2021) . *Monnaie et financement de l'économie*. 6ème édit, Dunod. P : 151-155.
- (12). FMI (2015). *Consultations de 2015 au titre de l'article IV*. P : 17 et 19.
- (13). FMI (2016) . *Consultations de 2015 au titre de l'article IV*. Rapport du FMI n° 16/35. P : 18.
- (14). FMI (2021). *Consultations de 2020 au titre de l'article IV*. Rapport du FMI n°. 21/2, P : 22
- (15). Hall, Robert, and N. Gregory Mankiw, (1994). *Nominal Income Targeting*. In Mankiw, N. G., ed., *Monetary Policy*. Chicago: University of Chicago Press for NBER, pp. 71–94.
- (16). HILTON, Spence et MOORTHY, Vivek (1990). *Targeting Nominal GNP, Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of New York, Staff Publication. P :233-234.
- (17). HMADOUCH, Younes Ait (2019). *Efficacité des canaux de transmission et conduite de la politique monétaire : Cas de l'économie Marocaine*. Thèse de doctorat en science économique et de gestion, Université Mohammed V de Rabat. P : 154.
- (18). HMADOUCH, Younes Ait (2022). *Éventuelles implications de la sortie de la fixité du régime de change sur le choix d'une nouvelle stratégie monétaire : recommandations aux autorités monétaires marocaines*. *International Journal of Financial Studies, Economics and Management*, vol. 1, no 1, p. 87-103.

- (19). IBEN SLIMANE, Ahmed (2012). Indépendance de la Banque centrale et crédibilité de la politique monétaire : Enseignements et perspectives pour la politique monétaire au Maroc. Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Sidi Mohammed Ben Abdellah de Fès. P : 175-179.
- (20). LANDAIS, Bernard (2008). Leçons de politique monétaire. 1<sup>ère</sup> édition, De Boeck Supérieur. P : 189-196.
- (21). LEHMANN, Paul-Jacques (2011). La politique monétaire : institutions, instruments et mécanismes. Lavoisier. P : 121-147.
- (22). MATTHEWS, Kent et BOOTH, Philip M. (ed.) (2006). Issues in monetary policy: the relationship between money and the financial markets. John Wiley & Sons. P : 72.
- (23). MISHKIN, Frederic S (2010). Monnaie, banque et marchés financiers. Pearson Education France. P : 611-617.
- (24). MISHKIN, Frederic S (1999). International experiences with different monetary policy regimes). Any views expressed in this paper are those of the author only and not those of Columbia University or the National Bureau of Economic Research. Journal of monetary economics, vol. 43, no 3, p. 579-605.
- (25). MISHKIN, Frederic S (2007). Monetary policy strategy. Mit press. P : 221-255.
- (26). MISHKIN, Frederic S. et EAKINS, Stanley G (2012). Financial markets and institutions. 7<sup>ème</sup> édit, Pearson. P :234.
- (27). MISHKIN, Frederic S., et al (2001). The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. NBER Working Papers, no 8617. P : 8.
- (28). MSADY, Adil et KHARISS, Mohamed (2018). Ciblage monétaire : Analyse de l'expérience marocaine et évaluation des orientations monétaires de Bank AL-Maghrib. International Journal of Innovation and Applied Studies, vol. 24, no 3, p. 992-1009.
- (29). PLIHON, Dominique (2004). La monnaie et ses mécanismes. 4<sup>ème</sup> éd, la Découverte. P : 87-88.
- (30). SADOK, Hicham (2018). Économie Monétaire et Marchés Financiers au Maroc. Éditions universitaires européennes. P : 124-125.
- (31). STEINDEL, Charles (1990). Interest rates as targets and indicators for monetary policy'. Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey. P : 274-279.
- (32). TAYLOR, John B (1985). What would nominal GNP targetting do to the business cycle? In : Carnegie-Rochester conference series on public policy. North-Holland. P : 61-84.