

La réponse de Bank Al-Maghrib au choc sanitaire de la Covid-19: analyse empirique documentaire et quantitative du cas marocain

Bank Al-Maghrib's response to the Covid-19 health shock: documentary and quantitative empirical analysis of the Moroccan case

Meriam HRICH, (Doctorante)

*Laboratoire d'Économie Sociale, Solidaire et Développement Local
 Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales Oujda
 Université Mohammed Premier, Maroc*

Adresse de correspondance :	Meriam HRICH, Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales Oujda, Université Mohammed Premier, Maroc.
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat, de l'usage de l'intelligence artificielle dans la rédaction, ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	HRICH, M. (2026). La réponse de Bank Al-Maghrib au choc sanitaire de la Covid-19: analyse empirique documentaire et quantitative du cas marocain. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 7(5), 521–534. https://doi.org/10.5281/zenodo.20097022
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 7, Issue 05 (2026)

La réponse de Bank Al-Maghrib au choc sanitaire de la Covid-19 : analyse empirique documentaire et quantitative du cas marocain

Résumé

La pandémie de la Covid-19 a constitué un choc exogène majeur pour les économies ouvertes, en combinant une contraction de l'activité réelle, une perturbation des circuits de financement et une montée exceptionnelle de l'incertitude. Dans ce contexte, l'objectif de cet article est d'analyser la réponse de Bank Al-Maghrib face au choc sanitaire, tout en examinant la manière dont l'action monétaire s'est articulée avec les contraintes budgétaires et financières propres à l'économie marocaine. La contribution de l'étude est double. Sur le plan analytique, elle clarifie les canaux par lesquels une banque centrale peut agir lorsque le choc ne provient pas initialement de la sphère monétaire. Sur le plan empirique, elle mobilise une base de données annuelle réelle couvrant la période 2010-2024, construite à partir des données publiques de Bank Al-Maghrib, de la Banque mondiale, du Fonds monétaire international, de FRED et de Penn World Table. La méthodologie repose sur une analyse empirique documentaire et quantitative combinant statistiques descriptives, comparaison par période, matrice de corrélation et régression exploratoire avec erreurs robustes HC3. Les résultats montrent que le taux directeur a été fortement assoupli en 2020, passant de 2,25 % fin 2019 à 1,50 % fin 2020, tandis que le ratio de réserve obligatoire a été ramené à zéro. Cette orientation accommodante s'est accompagnée d'un renforcement des réserves internationales, mais aussi d'une dégradation marquée du solde budgétaire en 2020. L'étude conclut que la réponse monétaire a contribué à préserver la liquidité et la stabilité financière, mais que son efficacité est restée conditionnée par la coordination avec la politique budgétaire et par les caractéristiques structurelles de la transmission monétaire au Maroc.

Mots clés : politique monétaire, Bank Al-Maghrib, Covid-19, coordination macroéconomique, Maroc.

Classification JEL : E52, E58, E44, H12.

Type de papier : Analyse empirique documentaire et quantitative.

Abstract

The Covid-19 pandemic represented a major exogenous shock for open economies, combining a contraction in real activity, disruptions to financial conditions and a sharp rise in uncertainty. Against this background, this article analyzes Bank Al-Maghrib's response to the health shock while examining how monetary action interacted with the budgetary and financial constraints of the Moroccan economy. The study contributes in two ways. Analytically, it clarifies the channels through which a central bank can act when the initial shock does not originate in the monetary sphere. Empirically, it builds a real annual database for 2010-2024 using public data from Bank Al-Maghrib, the World Bank, the International Monetary Fund, FRED and the Penn World Table. The methodology relies on a documentary and quantitative empirical approach combining descriptive statistics, period comparison, correlation analysis and an exploratory regression with HC3 robust standard errors. The results indicate that monetary policy was significantly eased in 2020: the policy rate declined from 2.25 percent at the end of 2019 to 1.50 percent at the end of 2020, while reserve requirements were reduced to zero. This accommodative stance was accompanied by higher international reserves, but also by a marked deterioration in the fiscal balance in 2020. The article concludes that the monetary response helped preserve liquidity and financial stability, although its effectiveness remained conditional on fiscal coordination and on the structural features of monetary transmission in Morocco.

Keywords: monetary policy, Bank Al-Maghrib, Covid-19, macroeconomic coordination, Morocco.

JEL Classification: E52, E58, E44, H12.

Paper type: Documentary and quantitative empirical analysis.

1. Introduction

La crise sanitaire de la Covid-19 a placé les banques centrales face à une situation macroéconomique singulière. Contrairement à une crise financière classique, le choc initial ne provenait ni d'un déséquilibre bancaire ni d'un excès de demande, mais d'une interruption brutale des activités productives, d'une restriction de la mobilité et d'une montée rapide de l'incertitude. Dans ce contexte, la politique monétaire ne pouvait pas se limiter à son rôle traditionnel de stabilisation de l'inflation. Elle devait également préserver la liquidité bancaire, empêcher une contraction excessive du crédit et soutenir la confiance dans le système financier. Cette transformation du rôle opérationnel des banques centrales a été observée dans plusieurs économies, mais elle prend une signification particulière dans les pays émergents, où la transmission monétaire est souvent contrainte par l'informalité, la profondeur limitée des marchés financiers et la dépendance aux chocs externes.

Au Maroc, Bank Al-Maghrib a adopté une orientation accommodante dès les premiers mois de la crise. Les décisions de politique monétaire publiées par la banque centrale montrent une baisse du taux directeur en 2020 et un allègement du ratio de réserve obligatoire, dans un contexte où l'objectif immédiat était de préserver le financement de l'économie. Toutefois, l'efficacité d'une telle réponse ne peut être comprise indépendamment de la politique budgétaire. La pandémie a nécessité des dépenses exceptionnelles de soutien aux ménages, aux entreprises et au système sanitaire. La coordination entre les mesures monétaires et budgétaires devient donc une question centrale pour analyser la capacité de l'économie marocaine à absorber un choc sanitaire d'ampleur exceptionnelle.

La littérature sur la transmission monétaire souligne généralement que les variations du taux directeur influencent l'économie réelle par les canaux du crédit, des taux d'intérêt, des anticipations et du taux de change. Toutefois, dans le cas d'un choc sanitaire, ces canaux peuvent fonctionner de manière imparfaite. Lorsque les entreprises font face à une baisse de la demande ou à des restrictions d'activité, la réduction du coût du crédit ne suffit pas nécessairement à relancer l'investissement. De même, lorsque les ménages subissent une perte de revenu, la transmission monétaire doit être complétée par des mesures de soutien budgétaire. L'étude de la réponse marocaine à la Covid-19 offre ainsi un terrain pertinent pour examiner la complémentarité entre stabilité monétaire, soutien budgétaire et résilience macroéconomique.

La question centrale de cette recherche est la suivante : comment la politique monétaire de Bank Al-Maghrib a-t-elle accompagné l'économie marocaine face au choc sanitaire de la Covid-19, et dans quelle mesure son efficacité a-t-elle été liée à la coordination avec la politique budgétaire ? Pour répondre à cette question, l'article adopte une analyse empirique documentaire et quantitative fondée sur des données annuelles réelles couvrant la période 2010-2024. Cette approche ne prétend pas établir une causalité stricte, compte tenu de la fréquence annuelle et du nombre limité d'observations, mais elle permet d'identifier les ruptures, les tendances et les associations macroéconomiques les plus significatives autour de la période Covid-19.

L'article apporte trois contributions. Premièrement, il recentre l'analyse sur le cas marocain en évitant les comparaisons internationales insuffisamment contrôlées. Deuxièmement, il remplace les affirmations générales par une base de données vérifiable et reproductible. Troisièmement, il propose une lecture intégrée de la réponse monétaire, du solde budgétaire, de l'inflation, de la croissance réelle, des réserves internationales et du crédit bancaire. La suite de l'article est organisée comme suit. La deuxième section présente la revue de littérature. La troisième section expose la méthodologie, les données et les variables. La quatrième section présente les résultats. La cinquième section discute les implications théoriques et appliquées. La dernière section conclut en formulant les limites et les perspectives de recherche.

2. Revue de littérature

2.1. Politique monétaire et transmission macroéconomique

La politique monétaire renvoie à l'ensemble des décisions prises par la banque centrale afin d'influencer les conditions monétaires et financières de l'économie. Dans la tradition monétariste, la stabilité de la monnaie et la maîtrise de l'inflation constituent des conditions essentielles de la stabilité macroéconomique (Friedman, 1968). Les approches keynésiennes et néo-keynésiennes accordent néanmoins une place importante aux rigidités nominales, ce qui justifie l'action de la banque centrale sur la demande agrégée et l'activité à court terme (Galí, 2015; Woodford, 2003). Dans cette perspective, le taux directeur agit comme un instrument de signal et de transmission vers les conditions de financement.

La règle de Taylor a contribué à formaliser la réaction de la banque centrale face aux écarts d'inflation et de production (Taylor, 1993). Cependant, les crises exceptionnelles montrent que les règles simples ne suffisent pas toujours à décrire l'action effective des autorités monétaires. Lorsqu'une économie subit un choc exogène massif, la banque centrale peut être amenée à intervenir non seulement sur le taux directeur, mais aussi sur les conditions de liquidité, les réserves obligatoires et les mécanismes de refinancement. Cette extension opérationnelle est particulièrement visible dans les périodes de crise, où la stabilité financière devient un complément indispensable de la stabilité des prix.

2.2. Crises sanitaires, incertitude et rôle des banques centrales

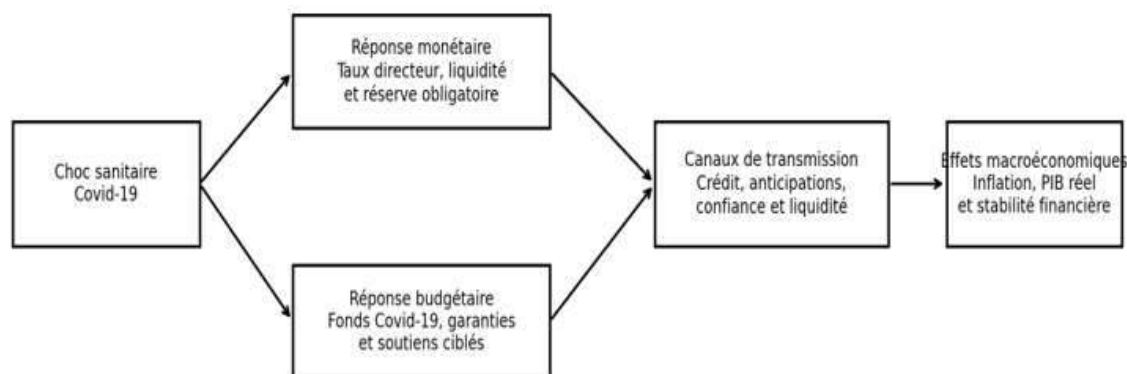
La Covid-19 a été analysée comme un choc combinant des effets d'offre et de demande. La fermeture temporaire d'activités productives, les perturbations logistiques et la baisse de la mobilité ont réduit la capacité de production, tandis que l'incertitude et la perte de revenu ont pesé sur la consommation et l'investissement. Les banques centrales ont donc réagi dans un environnement où la réduction du taux d'intérêt pouvait limiter les tensions financières, sans pour autant supprimer les contraintes sanitaires à l'origine du choc. Les travaux récents sur les politiques macroéconomiques pendant la pandémie soulignent ainsi l'importance d'une réponse coordonnée entre politique monétaire et politique budgétaire (Benmelech & Tzur-Ilan, 2020; Jordà et al., 2020).

Dans les économies émergentes, la transmission de la politique monétaire dépend de plusieurs facteurs institutionnels et structurels. La profondeur du système bancaire, l'inclusion financière, l'importance du secteur informel et la crédibilité de la banque centrale peuvent affecter la vitesse et l'intensité de la transmission (Mishkin, 1995; Queyranne, 2021). Pour le Maroc, ces facteurs invitent à étudier la réponse de Bank Al-Maghrib non comme une action isolée, mais comme une composante d'un dispositif macroéconomique plus large. La baisse du taux directeur peut soutenir la liquidité, mais le maintien de l'activité et de la demande exige également des garanties publiques, des reports fiscaux et des mécanismes de soutien ciblés.

2.3. Hypothèses et cadre conceptuel

À partir de la littérature, l'étude retient trois propositions analytiques. La première proposition considère que l'assouplissement du taux directeur et de la réserve obligatoire est associé à une orientation monétaire accommodante destinée à préserver la liquidité bancaire durant la crise. La deuxième proposition soutient que l'efficacité de cette orientation dépend de sa coordination avec les mesures budgétaires, notamment lorsque le choc affecte directement les revenus et la demande. La troisième proposition indique que la transmission monétaire au Maroc reste conditionnée par les caractéristiques structurelles du financement de l'économie, ce qui limite l'interprétation strictement mécanique entre baisse des taux et reprise immédiate de l'activité.

Figure 1 : Cadre conceptuel de la réponse macroéconomique au choc sanitaire



Source : Élaboration de l'auteur.

La figure 1 offre une lecture synthétique du cadre conceptuel mobilisé dans l'étude. Elle montre que le choc sanitaire de la Covid-19 ne se limite pas à un événement conjoncturel affectant directement la croissance, mais qu'il agit à travers une chaîne d'interactions entre les instruments monétaires, les mesures budgétaires et les canaux de transmission macroéconomique. La réponse de Bank Al-Maghrib est ainsi représentée comme un levier de stabilisation financière, notamment à travers le taux directeur, la liquidité bancaire et la réserve obligatoire, tandis que l'action budgétaire intervient par les fonds de soutien, les garanties et les mesures ciblées. Cette articulation met en évidence que l'efficacité de la réponse publique dépend moins d'un instrument isolé que de la cohérence d'ensemble entre politique monétaire et politique budgétaire. La figure justifie donc l'approche intégrée adoptée dans l'article, en reliant les décisions de stabilisation aux effets attendus sur l'inflation, le PIB réel, le crédit et la stabilité financière.

3. Méthodologie de recherche

3.1. Données et sources

L'étude mobilise une base de données annuelle couvrant la période 2010-2024. Le choix de cette période permet de comparer une phase pré-Covid, la phase de choc sanitaire et la phase post-Covid. Les données relatives au taux directeur et au ratio de réserve obligatoire proviennent de l'historique des décisions de politique monétaire publié par Bank Al-Maghrib. Les indicateurs macroéconomiques proviennent de sources publiques internationales : la Banque mondiale pour l'inflation et le PIB courant, Penn World Table pour le PIB réel, le Fonds monétaire international pour les réserves internationales et le solde budgétaire central, et la base FRED de la Federal Reserve Bank of St. Louis pour l'accès standardisé aux séries.

La base est construite de manière reproductible. Les valeurs de fin d'année sont retenues pour les instruments de politique monétaire, car elles correspondent à l'orientation observée à la clôture de chaque exercice. Pour le PIB réel, la série Penn World Table est disponible jusqu'en 2023 ; l'année 2024 est prolongée à partir du taux de croissance réel publié par la Banque mondiale. Les données de crédit privé bancaire rapportées au PIB sont disponibles jusqu'en 2021 dans la source utilisée ; les années suivantes ne sont donc pas imputées afin d'éviter l'introduction de valeurs non observées. Cette décision renforce la transparence de la base empirique.

Tableau 1 : Variables, définitions et sources de données

Variable	Définition opérationnelle	Source principale
Taux directeur BAM	Taux directeur en fin d'année, en pourcentage	Bank Al-Maghrib
Réserve obligatoire	Ratio de réserve obligatoire en fin d'année, en pourcentage	Bank Al-Maghrib
Inflation IPC	Variation annuelle de l'indice des prix à la consommation	World Bank / FRED
PIB réel	PIB réel en millions de dollars internationaux 2021	Penn World Table / FRED
Croissance réelle	Variation annuelle du PIB réel	Calcul auteur
PIB courant	PIB courant en milliards de dollars US	World Bank / FRED
Réserves internationales	Réserves brutes détenues par la banque centrale, en milliards USD	IMF / FRED
Solde budgétaire central	Solde net prêt/emprunt du gouvernement central, en % du PIB	IMF / FRED
Crédit privé bancaire/PIB	Crédit privé des banques de dépôt rapporté au PIB	World Bank / FRED

Source : Élaboration de l'auteur à partir de Bank Al-Maghrib, FRED, Banque mondiale, FMI et Penn World Table.

Le tableau 1 précise le contenu empirique de l'étude en associant chaque variable à une définition opérationnelle et à une source identifiable. Cette présentation renforce la transparence méthodologique, car elle permet de distinguer les instruments de politique monétaire, les indicateurs d'activité réelle, les variables budgétaires et les indicateurs de stabilité financière. Le recours à des sources publiques nationales et internationales contribue à la reproductibilité de l'analyse et limite le risque d'opacité dans la construction de la base de données. Le tableau montre également que la recherche adopte une approche macroéconomique intégrée : le taux directeur et la réserve obligatoire ne sont pas examinés isolément, mais mis en relation avec l'inflation, la croissance, les réserves internationales, le solde budgétaire et le crédit bancaire. Cette structuration des variables est cohérente avec l'objectif de l'article, qui consiste à analyser la réponse de Bank Al-Maghrib au choc sanitaire dans son interaction avec les contraintes budgétaires et financières du Maroc.

3.2. Stratégie empirique

La stratégie empirique répond directement aux exigences de transparence méthodologique. L'étude ne retient pas un modèle VAR ou DSGE, car la base annuelle disponible pour cette version de l'article ne permet pas d'estimer rigoureusement ce type de modèle dynamique. Un VAR exige en principe une fréquence plus élevée et un nombre d'observations suffisant pour sélectionner les retards, tester la stationnarité, vérifier la stabilité et interpréter les fonctions de réponse impulsionnelle. Afin d'éviter une annonce méthodologique non suivie de résultats estimés, l'article adopte une analyse empirique documentaire et quantitative.

L'analyse comprend quatre étapes. La première étape décrit l'évolution des variables sur l'ensemble de la période. La deuxième compare trois sous-périodes : pré-Covid, Covid et post-Covid. La troisième calcule une matrice de corrélation afin d'identifier les associations entre instruments monétaires et variables macroéconomiques. La quatrième estime une régression exploratoire de la croissance réelle du PIB sur le taux directeur, l'inflation et deux variables indicatrices relatives à la période Covid et post-Covid. Cette régression est interprétée avec prudence et ne constitue pas une preuve causale. Sa forme générale est la suivante :

$$\text{Croissance}_t = \alpha + \beta_1 \text{TauxDirecteur}_t + \beta_2 \text{Inflation}_t + \beta_3 \text{Covid}_t + \beta_4 \text{PostCovid}_t + \varepsilon_t$$

Les erreurs-types robustes HC3 sont utilisées pour limiter l'influence des observations atypiques dans un échantillon réduit. L'objectif n'est pas de produire une estimation définitive de l'effet de la politique monétaire, mais de renforcer la cohérence empirique de l'analyse et d'éviter les affirmations non vérifiées.

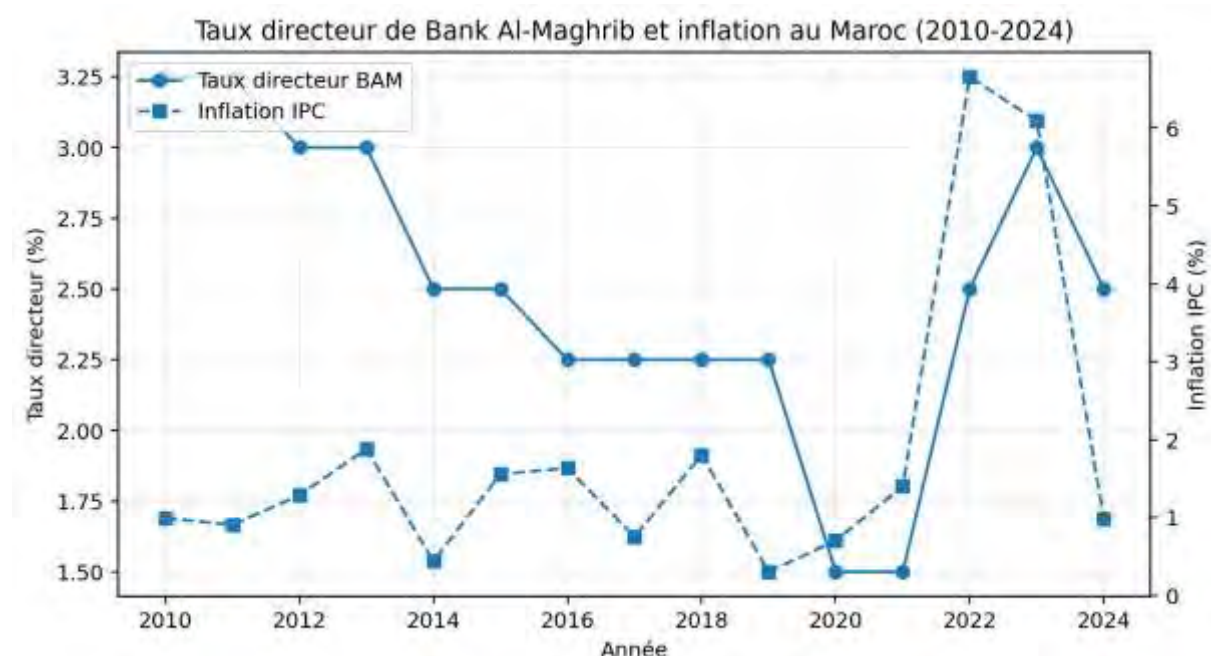
4. Résultats

4.1. Évolution des instruments monétaires et des indicateurs macroéconomiques

L'évolution du taux directeur montre une orientation relativement stable avant la pandémie, suivie d'un assouplissement net en 2020. Le taux directeur de Bank Al-Maghrib était de 2,25 % à la fin de 2019 et a été ramené à 1,50 % à la fin de 2020. Le ratio de réserve obligatoire a également été réduit à zéro, ce qui confirme le caractère accommodant de la politique monétaire durant la phase aiguë de la crise. Cette décision s'inscrit dans une logique de soutien à la liquidité bancaire et de prévention d'un resserrement excessif du crédit.

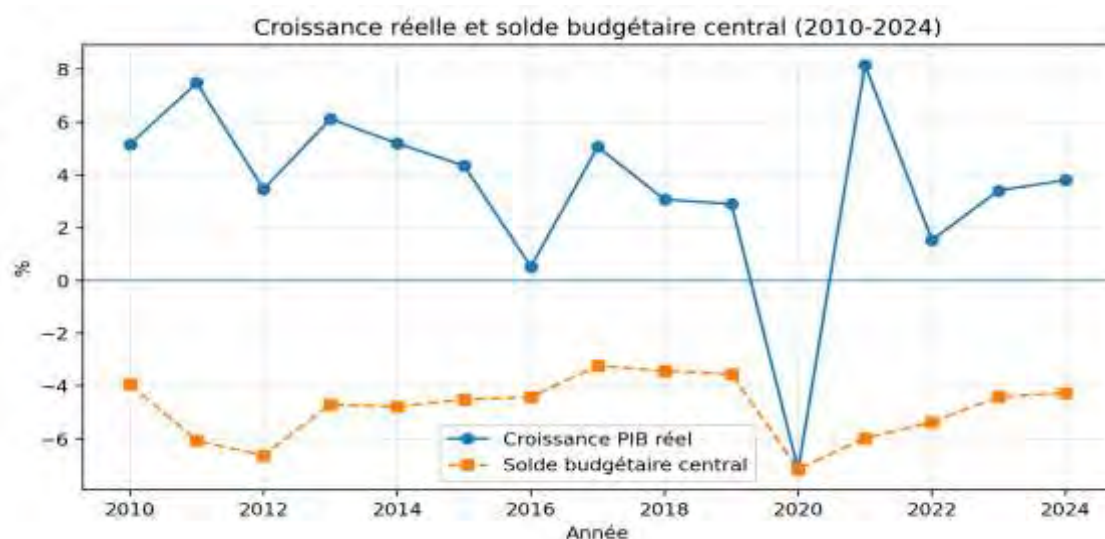
L'inflation est restée modérée en 2020 et 2021, avant de s'accélérer fortement en 2022 et 2023 sous l'effet de facteurs principalement externes, notamment les tensions sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires. La croissance réelle, en revanche, affiche une rupture marquée en 2020, suivie d'un rebond en 2021. Cette dynamique confirme que le choc Covid-19 a d'abord affecté l'activité réelle, tandis que les tensions inflationnistes les plus fortes sont apparues plus tard, dans un contexte post-pandémique international.

Figure 2 : Taux directeur de Bank Al-Maghrib et inflation au Maroc (2010-2024)



Source : Élaboration de l'auteur à partir de Bank Al-Maghrib et FRED/World Bank.

La figure 2 met en évidence une modification importante de l'orientation monétaire au moment du choc sanitaire. Avant 2020, le taux directeur évolue dans une trajectoire relativement stable, ce qui traduit une conduite prudente de la politique monétaire dans un environnement d'inflation globalement maîtrisée. La baisse du taux directeur en 2020 marque une réponse accommodante destinée à alléger les conditions de refinancement et à soutenir la liquidité bancaire face à la contraction de l'activité. L'inflation reste faible durant la phase immédiate de la crise, ce qui suggère que l'assouplissement monétaire n'a pas été immédiatement accompagné d'une pression inflationniste interne. En revanche, la forte hausse de l'inflation en 2022 et 2023 apparaît dans un contexte post-Covid caractérisé par des tensions externes sur l'énergie, les produits alimentaires et les chaînes d'approvisionnement. La remontée du taux directeur après 2021 peut donc être interprétée comme une normalisation progressive de la politique monétaire face au changement de priorité macroéconomique, passant du soutien à la liquidité vers la maîtrise de l'inflation.

Figure 3 : Croissance réelle et solde budgétaire central au Maroc (2010-2024)

Source : Élaboration de l'auteur à partir de FRED, Penn World Table et FMI.

La figure 3 illustre la rupture macroéconomique provoquée par la crise sanitaire en 2020. La contraction de la croissance réelle traduit l'ampleur du choc subi par l'activité productive, la demande intérieure et les secteurs exposés aux restrictions sanitaires. Parallèlement, la dégradation du solde budgétaire central indique l'effort financier mobilisé pour amortir les conséquences économiques et sociales de la pandémie. Cette évolution conjointe confirme que la crise n'a pas seulement affecté la sphère monétaire, mais qu'elle a également exercé une pression forte sur les finances publiques. Le rebond observé en 2021 témoigne d'une reprise partielle de l'activité, sans effacer immédiatement les effets budgétaires du choc. Ainsi, la figure renforce l'idée que la réponse à la Covid-19 doit être analysée comme une combinaison entre soutien monétaire, intervention budgétaire et stabilisation de l'économie réelle.

4.2. Statistiques descriptives et comparaison par périodes

Tableau 2 : Statistiques descriptives des principales variables

Variable	N	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximum
Taux directeur BAM fin année (%)	15	2.50	0.54	1.50	3.25
Inflation IPC (%)	15	1.83	1.91	0.30	6.66
Croissance PIB réel (%)	15	3.53	3.59	-7.18	8.15
Réserves internationales (milliards USD)	15	26.92	7.04	17.14	38.30
Solde budgétaire central (% PIB)	15	-4.83	1.18	-7.15	-3.23
Crédit privé banques/PIB (%)	12	66.47	3.20	62.29	71.55

Source : Calculs de l'auteur.

Le tableau 2 présente une première lecture statistique de la base mobilisée dans l'article. Le taux directeur moyen de 2,50 % traduit une orientation monétaire globalement prudente, avec une amplitude limitée entre le minimum de 1,50 % et le maximum de 3,25 %. L'inflation moyenne demeure modérée sur l'ensemble de la période, mais son écart-type relativement élevé par rapport à la moyenne révèle l'existence d'épisodes de tension, notamment durant la période post-Covid. La croissance réelle présente la dispersion la plus marquée, avec un minimum de -7,18 % et un maximum de 8,15 %, ce qui confirme l'intensité du choc de 2020 et le rebond qui l'a suivie. Les réserves internationales affichent une progression importante, reflétée par un maximum de 38,30 milliards de dollars, ce qui suggère un renforcement du coussin externe du pays. Enfin, le solde budgétaire reste négatif sur toute la période, indiquant une contrainte budgétaire structurelle accentuée pendant la crise. Ces statistiques descriptives permettent donc

de situer la Covid-19 comme un épisode de rupture dans une trajectoire macroéconomique déjà marquée par des arbitrages entre stabilité monétaire, soutien à l'activité et équilibre budgétaire.

Tableau 3 : Moyennes par période macroéconomique

Période	Taux directeur BAM fin année (%)	Inflation IPC (%)	Croissance PIB réel (%)	Réserves internationales (milliards USD)	Solde budgétaire central (% PIB)
Pré-Covid	2.65	1.16	4.33	22.51	-4.53
Covid	1.50	1.05	0.49	35.82	-6.56
Post-Covid	2.67	4.58	2.91	35.65	-4.68

Source : Calculs de l'auteur.

Le tableau 3 permet de comparer les comportements moyens des variables selon trois séquences macroéconomiques distinctes. La période pré-Covid se caractérise par une croissance moyenne plus élevée, une inflation faible et un taux directeur relativement stable, ce qui renvoie à un environnement macroéconomique plus équilibré. La période Covid se distingue par un taux directeur moyen ramené à 1,50 %, confirmant l'orientation accommodante de Bank Al-Maghrib durant la phase d'urgence. Toutefois, la croissance moyenne chute à 0,49 %, ce qui montre que l'assouplissement monétaire a surtout joué un rôle de stabilisation financière, sans pouvoir neutraliser entièrement un choc d'origine sanitaire et réelle. La période post-Covid présente une configuration différente : l'inflation moyenne atteint 4,58 %, tandis que la croissance se redresse partiellement et que le taux directeur remonte. Cette lecture par périodes met donc en évidence une séquence en deux temps : une phase de soutien exceptionnel à la liquidité, puis une phase de réajustement monétaire face aux tensions inflationnistes.

4.3. Corrélations et régression exploratoire

Tableau 4 : Matrice de corrélation entre les principales variables

Variable	Taux directeur BAM fin année (%)	Inflation IPC (%)	Croissance PIB réel (%)	Réserves internationales (milliards USD)	Solde budgétaire central (% PIB)
Taux directeur BAM fin année (%)	1.00	0.19	0.44	-0.53	0.16
Inflation IPC (%)	0.19	1.00	-0.08	0.36	-0.02
Croissance PIB réel (%)	0.44	-0.08	1.00	-0.36	0.30
Réserves internationales (milliards USD)	-0.53	0.36	-0.36	1.00	-0.08
Solde budgétaire central (% PIB)	0.16	-0.02	0.30	-0.08	1.00

Source : Calculs de l'auteur.

Le tableau 4 met en évidence plusieurs associations statistiques utiles pour comprendre les interactions entre les variables macroéconomiques, tout en appelant une interprétation prudente. La corrélation positive entre le taux directeur et la croissance réelle ne doit pas être lue comme une relation causale directe ; elle reflète davantage le caractère endogène de la politique monétaire, le taux pouvant être plus élevé dans les périodes de croissance plus favorable et plus faible en période de choc. La corrélation négative entre le taux directeur et les réserves internationales suggère que les périodes d'assouplissement monétaire coïncident avec un contexte de renforcement du coussin externe, notamment autour de la crise. La faible corrélation entre inflation et croissance indique que les tensions inflationnistes post-Covid ne sont pas mécaniquement liées à une accélération de l'activité réelle. Quant à la relation positive entre croissance et solde budgétaire, elle traduit le fait que les périodes de faible croissance

s'accompagnent généralement d'une détérioration du déficit. L'intérêt de cette matrice réside donc dans sa capacité à orienter la discussion empirique, sans remplacer une identification causale plus robuste.

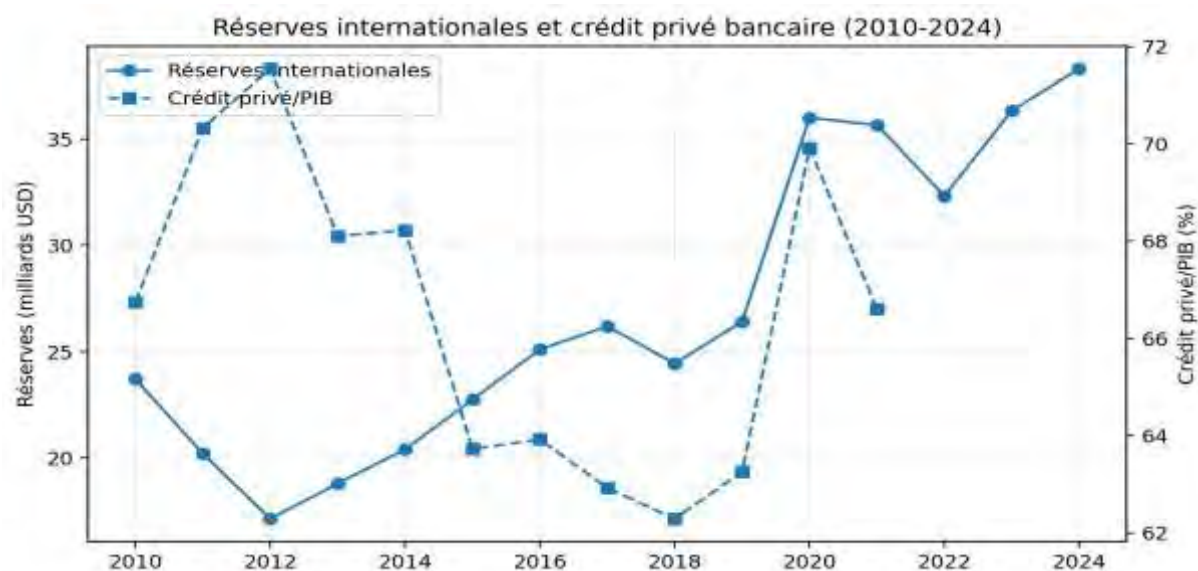
Tableau 5 : Régression exploratoire avec erreurs robustes HC3

Variable	Coefficient	Erreur-type HC3	t robuste	p-value
Constante	-3.188	3.779	-0.844	0.399
Taux directeur BAM	2.927	1.339	2.186	0.029
Inflation	-0.208	1.115	-0.187	0.852
Dummy Covid 2020-2021	-0.494	11.191	-0.044	0.965
Dummy Post-Covid	-0.754	5.953	-0.127	0.899

Source : Calculs de l'auteur. Variable dépendante : croissance réelle du PIB.

Le tableau 5 présente une régression exploratoire destinée à structurer l'analyse statistique, et non à établir une relation causale définitive. Le R^2 de 0,23 indique que le modèle explique une part limitée de la variation de la croissance réelle, ce qui est attendu compte tenu du nombre réduit d'observations annuelles et de la complexité des déterminants macroéconomiques. Le coefficient positif associé au taux directeur, statistiquement significatif au seuil usuel, doit être interprété avec prudence : il reflète probablement la réaction endogène de la politique monétaire aux conditions macroéconomiques plutôt qu'un effet direct du relèvement du taux sur la croissance. L'inflation et les variables indicatrices Covid et post-Covid ne présentent pas de significativité statistique dans ce modèle, ce qui peut s'expliquer par la petite taille de l'échantillon et par la nature exceptionnelle du choc de 2020. L'usage des erreurs robustes HC3 renforce toutefois la prudence méthodologique en limitant l'influence des observations atypiques. Le résultat principal de ce tableau est donc de confirmer la nécessité d'une lecture descriptive et interprétative, plutôt qu'une conclusion causale forte.

Figure 4 : Réserves internationales et crédit privé bancaire (2010-2024)

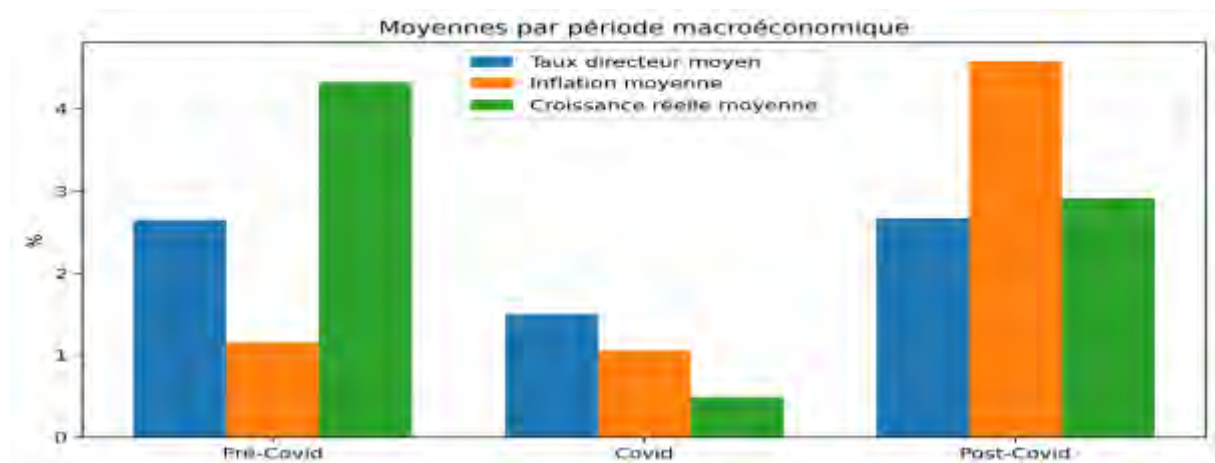


Source : Élaboration de l'auteur à partir de FRED, FMI et Banque mondiale.

La figure 4 met en perspective deux indicateurs complémentaires de la stabilité macrofinancière : les réserves internationales et le crédit privé bancaire rapporté au PIB. L'augmentation des réserves à partir de 2020 traduit un renforcement du coussin externe du Maroc dans un environnement international incertain. Cette dynamique contribue à préserver la crédibilité macroéconomique, la stabilité externe et la capacité d'absorption des chocs. L'évolution du

crédit privé bancaire montre, pour les années disponibles, une progression autour de la période Covid, compatible avec les mesures de soutien au financement de l'économie et les dispositifs destinés à éviter un resserrement excessif du crédit. Toutefois, la série relative au crédit étant disponible sur une période plus courte, son interprétation doit rester prudente. Globalement, la figure montre que la réponse macrofinancière ne s'est pas limitée à la baisse du taux directeur : elle s'est également appuyée sur le maintien de la confiance externe et sur la continuité du financement bancaire.

Figure 5 : Moyennes par période macroéconomique



Source : Calculs de l'auteur.

La figure 5 offre une représentation synthétique des différences entre les phases pré-Covid, Covid et post-Covid. Elle montre que la période pré-Covid combine une croissance moyenne élevée et une inflation modérée, ce qui correspond à une situation macroéconomique relativement stable. La phase Covid se distingue par une baisse marquée du taux directeur et par une croissance moyenne fortement affaiblie, confirmant que l'assouplissement monétaire a été mobilisé dans une logique d'urgence pour préserver la liquidité et réduire les tensions financières. En période post-Covid, l'inflation devient la variable la plus marquante, tandis que la croissance se redresse sans retrouver pleinement son rythme pré-crise. Cette configuration traduit un changement de régime : la priorité monétaire se déplace progressivement du soutien à l'activité vers la maîtrise des tensions inflationnistes. La figure confirme ainsi la cohérence de l'analyse par périodes et renforce l'idée d'une politique monétaire adaptée aux différentes phases du choc.

5. Discussion

Les résultats obtenus permettent de préciser la nature de la réponse de Bank Al-Maghrib au choc sanitaire de la Covid-19. L'analyse descriptive montre d'abord que l'assouplissement monétaire a été rapide et clairement orienté vers la stabilisation des conditions financières. Le taux directeur, qui s'établissait à 2,25 % à la fin de 2019, a été ramené à 1,50 % en 2020 et maintenu à ce niveau en 2021. Cette baisse, accompagnée d'un ratio de réserve obligatoire nul pendant la période de crise, traduit une volonté de réduire le coût du refinancement bancaire et de préserver la capacité du système financier à soutenir l'économie réelle. Ce résultat rejoint la littérature sur le canal du crédit et le canal des taux d'intérêt, selon laquelle l'action de la banque centrale influence l'activité principalement par les conditions de financement, la liquidité bancaire et les anticipations des agents économiques (Mishkin, 1995 ; Taylor, 1993 ; Woodford, 2003). Dans le cas marocain, l'enjeu principal n'a donc pas été uniquement de stimuler la

demande, mais surtout d'éviter que le choc sanitaire ne se transforme en crise de liquidité ou en rupture du financement bancaire.

La comparaison par périodes confirme cette lecture. La croissance réelle moyenne, estimée à 4,33 % pendant la période pré-Covid, chute fortement pendant la phase 2020-2021, avec une moyenne de 0,49 % et une contraction exceptionnelle de -7,18 % en 2020. Cette rupture montre que l'assouplissement monétaire n'a pas pu empêcher le recul brutal de l'activité, ce qui est cohérent avec la nature particulière de la crise sanitaire. Contrairement à une récession principalement provoquée par une restriction de la demande ou par un resserrement financier, la Covid-19 a simultanément affecté l'offre, la mobilité, la consommation, l'investissement et les chaînes de valeur. Les résultats confirment ainsi les analyses de Jordà et al. (2020), pour qui les pandémies produisent des effets macroéconomiques persistants et ne peuvent être traitées par les seuls instruments monétaires conventionnels. Ils rejoignent également les conclusions de Benmelech et Tzur-Ilan (2020), qui soulignent que les réponses monétaires les plus efficaces pendant la crise ont été celles qui ont été combinées à des mesures budgétaires fortes.

L'évolution du solde budgétaire central renforce cette interprétation. Le déficit passe de -3,55 % du PIB en 2019 à -7,15 % en 2020, puis reste élevé en 2021 à -5,98 %. Cette dégradation ne doit pas être interprétée uniquement comme un déséquilibre financier, mais aussi comme le signe d'un effort de stabilisation macroéconomique. La politique budgétaire a assumé une partie importante de l'amortissement du choc à travers les dépenses sanitaires, les mécanismes de soutien aux ménages et les dispositifs destinés aux entreprises. Dans cette perspective, la politique monétaire de Bank Al-Maghrib a joué un rôle d'accompagnement : elle a facilité les conditions de liquidité, mais la stabilisation de la demande et du tissu productif a nécessité l'intervention du budget public. Ce résultat donne une portée empirique à l'idée de coordination macroéconomique : dans une crise d'origine sanitaire, l'action monétaire crée les conditions financières de la réponse, tandis que l'action budgétaire cible directement les pertes de revenu et les besoins de soutien sectoriel.

La dynamique de l'inflation permet également de distinguer deux phases. Durant la crise sanitaire immédiate, l'inflation demeure contenue, avec 0,71 % en 2020 et 1,40 % en 2021. Cette faible inflation montre que l'assouplissement monétaire n'a pas immédiatement déclenché une pression inflationniste interne. En revanche, la période post-Covid est marquée par une hausse nette de l'inflation, qui atteint 6,66 % en 2022 et 6,09 % en 2023, avant de revenir à 0,99 % en 2024. Cette évolution indique que le problème macroéconomique s'est déplacé : la priorité de 2020-2021 était la liquidité et le soutien à l'activité, tandis que celle de 2022-2023 devient la maîtrise de l'inflation. Cette inflexion est cohérente avec le cadre néo-keynésien, qui insiste sur l'importance des rigidités nominales, des anticipations et des chocs d'offre dans la formation de l'inflation (Galí, 2015). Dans le cas marocain, la hausse post-Covid apparaît davantage compatible avec des tensions d'offre et des chocs importés qu'avec un excès de demande domestique directement provoqué par la politique monétaire.

Les réserves internationales apportent un autre élément de discussion. Elles passent de 26,41 milliards de dollars en 2019 à 36,00 milliards en 2020, puis atteignent 38,30 milliards en 2024. Cette progression suggère une capacité de résistance externe et un renforcement du coussin de sécurité face aux incertitudes internationales. Dans une économie ouverte comme le Maroc, les réserves jouent un rôle important dans la crédibilité macroéconomique, la stabilité du taux de change et la confiance des investisseurs. Leur évolution positive pendant et après la crise nuance l'idée d'une fragilisation généralisée de la position macroéconomique. Elle montre que la crise a certes fortement affecté l'activité réelle et les finances publiques, mais qu'elle n'a pas produit une détérioration équivalente sur l'ensemble des équilibres externes. Cette observation soutient l'idée que la réponse marocaine a combiné prudence monétaire, soutien budgétaire et préservation de la stabilité financière.

Les résultats de corrélation et de régression doivent être interprétés avec prudence, conformément aux limites méthodologiques de l'étude. La corrélation positive observée entre le taux directeur et la croissance réelle ne signifie pas que la hausse du taux directeur provoque une hausse de la croissance. Elle reflète plutôt le caractère endogène de la politique monétaire : en période de croissance relativement favorable, la banque centrale peut maintenir ou relever son taux, alors qu'en période de choc elle l'abaisse pour soutenir l'économie. De même, le coefficient positif du taux directeur dans la régression exploratoire ne doit pas être lu comme un effet causal, mais comme une association statistique dépendante du contexte temporel et de la taille réduite de l'échantillon. Cette prudence est importante pour répondre aux exigences scientifiques de la revue : les résultats présentés décrivent des régularités empiriques et appuient une discussion analytique, sans prétendre identifier un choc monétaire structurel comme le ferait un modèle VAR robuste.

Cette discussion permet enfin de préciser la contribution de l'article par rapport à la littérature. Les travaux classiques sur la transmission monétaire mettent l'accent sur les canaux du taux d'intérêt, du crédit, du taux de change et des anticipations (Mishkin, 1995 ; Woodford, 2003). Les résultats marocains montrent que ces canaux existent, mais qu'ils sont conditionnés par des facteurs structurels, notamment la bancarisation incomplète, le poids du secteur informel et l'hétérogénéité de l'accès au crédit. De ce point de vue, l'efficacité de Bank Al-Maghrib ne peut pas être évaluée uniquement par la variation du taux directeur. Elle doit être appréciée à travers la capacité de la politique monétaire à maintenir la liquidité, à éviter les tensions financières, à préserver la confiance dans le système bancaire et à compléter l'action budgétaire. Cette interprétation rejoint les analyses consacrées aux économies émergentes, où la transmission monétaire est souvent moins directe que dans les économies avancées et dépend fortement de la profondeur financière et de la crédibilité institutionnelle.

En définitive, les résultats confirment partiellement les propositions analytiques formulées dans la revue de littérature. La première proposition est soutenue par l'observation d'un assouplissement marqué du taux directeur et de la réserve obligatoire pendant la crise. La deuxième proposition est également soutenue, puisque la forte dégradation du solde budgétaire et la contraction de l'activité montrent que l'action monétaire seule ne pouvait pas absorber un choc sanitaire d'une telle ampleur. La troisième proposition est confirmée de manière interprétative : la transmission monétaire au Maroc apparaît réelle, mais limitée par les spécificités structurelles de l'économie. La contribution principale de cette étude est donc de montrer que la politique monétaire marocaine a été pertinente comme instrument de stabilisation financière, mais qu'elle doit être comprise dans un cadre plus large de coordination macroéconomique, surtout lorsque le choc initial provient d'une crise sanitaire et non d'un déséquilibre monétaire interne.

6. Conclusion

Cet article a analysé la réponse de Bank Al-Maghrib au choc sanitaire de la Covid-19 à partir d'une base de données annuelle réelle couvrant la période 2010-2024. En réponse aux exigences de rigueur méthodologique, l'étude a volontairement abandonné l'annonce de modèles VAR ou DSGE non estimés et a privilégié une analyse empirique documentaire et quantitative fondée sur des données publiques, vérifiables et reproductibles. Les résultats montrent que la politique monétaire marocaine a adopté une orientation accommodante en 2020, caractérisée par la baisse du taux directeur et la suppression de la réserve obligatoire.

L'analyse met en évidence trois enseignements. Premièrement, l'assouplissement monétaire a constitué une réponse cohérente pour préserver la liquidité et limiter les tensions financières. Deuxièmement, l'efficacité de cette réponse est restée dépendante de la coordination avec la politique budgétaire, comme l'indique la dégradation temporaire mais significative du solde

budgétaire en 2020. Troisièmement, la phase post-Covid a déplacé la priorité vers la maîtrise de l'inflation, ce qui explique le resserrement progressif de l'orientation monétaire après 2021. L'étude présente cependant des limites. La fréquence annuelle des données ne permet pas d'estimer un modèle dynamique de type VAR avec toutes les conditions de robustesse requises. Les résultats ne doivent donc pas être interprétés comme des relations causales. Des recherches futures pourraient mobiliser des données trimestrielles ou mensuelles, intégrer des fonctions de réponse impulsionnelle, comparer le Maroc avec des économies similaires selon un protocole explicite, et étudier plus finement les canaux du crédit, des anticipations et du taux de change. Malgré ces limites, l'article contribue à une meilleure compréhension de la manière dont une banque centrale d'économie émergente peut répondre à un choc sanitaire tout en maintenant la cohérence entre stabilité monétaire, soutien budgétaire et résilience financière.

Références

- (1). Bank Al-Maghrib. (2020). Rapport sur la politique monétaire. Bank Al-Maghrib.
- (2). Bank Al-Maghrib. (2026). Historique des décisions de politique monétaire. <https://www.bkam.ma/Politique-monetaire/Cadre-strategique/Decision-de-la-politique-monetaire/Historique-des-decisions>
- (3). Benmelech, E., & Tzur-Ilan, N. (2020). The determinants of fiscal and monetary policies during the Covid-19 crisis. NBER Working Paper No. 27461.
- (4). Federal Reserve Bank of St. Louis. (2026). FRED economic data: Morocco series. <https://fred.stlouisfed.org/>
- (5). Feenstra, R. C., Inklaar, R., & Timmer, M. P. (2015). The next generation of the Penn World Table. *American Economic Review*, 105(10), 3150-3182.
- (6). Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 58(1), 1-17.
- (7). Galí, J. (2015). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the new Keynesian framework and its applications*. Princeton University Press.
- (8). International Monetary Fund. (2021). Morocco's monetary policy transmission in the wake of the Covid-19 pandemic. IMF Working Paper.
- (9). Jordà, Ò., Singh, S. R., & Taylor, A. M. (2020). Longer-run economic consequences of pandemics. *Review of Economics and Statistics*, 104(1), 166-175.
- (10). Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.
- (11). Queyranne, M. (2021). Morocco's monetary policy transmission in the wake of the Covid-19 pandemic. International Monetary Fund.
- (12). Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- (13). Woodford, M. (2003). *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*. Princeton University Press.
- (14). World Bank. (2025). *World Development Indicators: Morocco*. World Bank.