

Impact des politiques monétaires non conventionnelles des économies avancées sur la stabilité des marchés financiers cas du Maroc

Impact of Non-Conventional Monetary Policies of Advanced Economies on the Stability of Financial Markets in Morocco

Saou Badr- Eddine , Badr Machrafi

*Laboratoire d'Économie et de Management des Organisations Université Ibn Tofaïl
Kenitra, Maroc*

saoubadreddine@gmail.com

Résumé — La crise financière mondiale de 2007–2008 a conduit les grandes banques centrales à adopter des politiques monétaires non conventionnelles, dont les effets se sont diffusés à l'échelle internationale en raison de la forte intégration financière. Cette étude examine l'impact de ces politiques sur la stabilité du marché financier marocain, en analysant l'effet d'un choc d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine, mesuré par l'expansion de son bilan, sur l'indice boursier MASI.

Les estimations issues d'un modèle VAR (1) montrent que les politiques d'achats d'actifs de la Fed ont un effet négatif et significatif à court terme sur les rendements du MASI, mais que cet impact s'estompe et disparaît à moyen terme. Les résultats soulignent ainsi la sensibilité du marché financier marocain aux conditions monétaires internationales et le rôle clé des canaux financiers globaux dans la transmission des politiques monétaires des grandes économies.

Mots Clefs — Politique monétaire non conventionnelle ; Rendements boursiers ; Économies émergentes ; Indice MASI ; Modèle VAR.

Abstract— The global financial crisis of 2007–2008 led major central banks to adopt unconventional monetary policies, whose effects spread internationally due to strong financial integration. This study examines the impact of these policies on the stability of the Moroccan financial market by analyzing the effect of a quantitative easing shock by the U.S. Federal Reserve—measured by the expansion of its balance sheet—on the MASI stock market index.

Estimates based on a VAR (1) model show that the Federal Reserve's asset purchase policies have a negative and statistically significant short-term effect on MASI returns, but that this impact gradually fades and disappears in the medium term. These findings highlight the sensitivity of the Moroccan financial market to international monetary conditions and underscore the key role of global financial channels in the transmission of monetary policies from major economies

Keywords— Unconventional Monetary Policy; Stock Market Returns; Emerging Economies; MASI Index; VAR Model.

Introduction

Les crises financières récentes ont révélé les limites des instruments de politique monétaire conventionnelle lorsque les taux d'intérêt atteignent leur borne inférieure effective. Face à ces contraintes, les banques centrales des économies avancées ont eu recours à des politiques monétaires non conventionnelles, en particulier l'assouplissement quantitatif, afin de réactiver les canaux de transmission monétaire et de préserver la stabilité financière. Dans ce contexte, cet article examine, à l'aide d'un modèle VAR, l'impact d'un choc d'assouplissement quantitatif mené par la Réserve fédérale des États-Unis sur le marché financier marocain, en analysant la réaction du principal indice boursier national.

I. CADRE THÉORIQUES POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

A. Politique monétaire conventionnelle et ses limites

La règle de Taylor, introduite par John Taylor en 1993, propose un cadre simple reliant le taux directeur de la Réserve fédérale des États-Unis à l'inflation et à l'écart de production, en reposant sur le principe selon lequel le taux d'intérêt nominal doit augmenter plus que proportionnellement à l'inflation afin de garantir la stabilité des prix¹.

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha_\pi(\pi_t - \pi^*) + \alpha_y(y_t - y^*)$$

Bien qu'efficace en régime normal, ce cadre montre ses limites en période de crise, notamment lorsque les taux atteignent leur borne inférieure effective et que le rôle du secteur financier est sous-estimé. Les expériences du Japon, analysées notamment par Orphanides et Wieland ² à partir de la politique menée par la Bank of Japan, illustrent un basculement vers des politiques de ciblage des quantités de monnaie centrale, fondées sur l'expansion du bilan. De nombreux travaux, dont ceux de Svensson et de Riblier et Jón Steinsson, soulignent ainsi le caractère trop mécanique de la règle de Taylor et montrent que l'efficacité de la politique monétaire dépend davantage de la crédibilité, de la flexibilité et de la capacité d'adaptation des banques centrales que de l'application stricte d'une règle unique.

B. Les limites des canaux de transmission de la politique monétaire conventionnelle

Dans un contexte de faible inflation et de taux d'intérêt proches de la borne zéro, l'efficacité de la politique monétaire conventionnelle est fortement limitée par l'affaiblissement de ses principaux canaux de transmission. Le canal du taux d'intérêt perd en efficacité lorsque l'investissement réagit faiblement aux variations des taux et que la transmission vers les taux de long terme est incomplète, tandis que les délais de transmission longs et variables compliquent l'anticipation des effets macroéconomiques, comme le soulignent Havránek et Rusnák³. Par ailleurs, le canal des prix des actifs est fragilisé par la volatilité excessive et la déconnexion des fondamentaux, mises en évidence par Robert Shiller, ce qui limite les effets de richesse et la transmission vers l'économie réelle.

Le canal du crédit bancaire demeure lui aussi contraint par la désintermédiation financière, les asymétries d'accès au financement et les problèmes d'antisélection et de risque moral, conformément aux analyses de Ben Bernanke et Blinder. Enfin, sous la contrainte de la ZLB, les canaux de la liquidité et des anticipations deviennent déterminants : comme le montrent Gauti Eggertsson et Michael Woodford, la politique monétaire

¹ Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195–214.

² Wieland, V. (2010). Quantitative Easing: A Rationale and Some Evidence from Japan. In NBER International Seminar on Macroeconomics 2009, University of Chicago Press, pp. 354–366

³ Havránek, T., & Rusnák, M. (2013). Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis. International Journal of Central Banking

n'est efficace que si elle influence crédiblement les anticipations de politique future, ce qui justifie le recours aux politiques monétaires non conventionnelles.

II. PAGE CADRE CONCEPTUEL ET ANALYTIQUE DES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES

Cette partie présente les politiques monétaires non conventionnelles en les replaçant dans leur contexte historique et institutionnel, marqué par les grandes crises récentes, notamment la crise financière mondiale de 2008 et la crise de la Covid-19. Face aux limites des instruments traditionnels, les principales banques centrales ont recouru à des mesures non conventionnelles, en particulier l'assouplissement quantitatif, afin de soutenir l'activité économique et de stabiliser les marchés financiers. L'analyse examine ensuite les principaux canaux de transmission de ces politiques, en mettant l'accent sur les mécanismes de signalisation, de rééquilibrage des portefeuilles, de liquidité des marchés, ainsi que sur les canaux de la prise de risque et des anticipations.

A. Définition

Les politiques monétaires non conventionnelles recouvrent un ensemble d'instruments hétérogènes développés par les banques centrales depuis la crise financière mondiale de 2008, en réponse à l'affaiblissement des outils traditionnels. Tandis que la Banque centrale d'Angleterre définit le quantitative easing comme une expansion du bilan visant à réduire les taux d'intérêt de long terme par des achats massifs de titres publics, la Banque centrale européenne a privilégié une approche centrée sur le soutien au crédit bancaire.

Sur le plan analytique, Claudio Borio distingue la politique monétaire conventionnelle des politiques de bilan, qui agissent directement sur les conditions financières via la taille et la composition du bilan de la banque centrale, une logique formalisée dès l'expérience japonaise du début des années 2000. Dans une perspective opérationnelle, Hiroshi Ugai ⁴souligne que l'efficacité du QE repose sur un ciblage quantitatif des réserves, un engagement crédible influençant les anticipations et les achats de titres à long terme. Enfin, Ben Bernanke ⁵introduit la notion d'assouplissement du crédit pour décrire les interventions de la Federal Reserve, mettant en évidence la complémentarité entre politique de crédit et politique de bilan dans la conduite des politiques monétaires non conventionnelles.⁶

B. Les mécanismes de transmission de la politique monétaire non conventionnelle

Le QE agit principalement à travers plusieurs canaux de transmission complémentaires. :

- **Le canal de signalisation** joue un rôle central : les achats d'actifs signalent l'engagement de la banque centrale à maintenir des taux d'intérêt bas sur une période prolongée, influençant ainsi les anticipations de taux et d'inflation et réduisant les taux d'intérêt réels anticipés. Pour les économistes néo-keynésiens, ce canal constitue l'un des mécanismes les plus puissants du QE.
- **Le canal de rééquilibrage de portefeuille** repose sur les achats massifs d'actifs à long terme par la banque centrale, qui réduisent leur offre disponible, font baisser leurs rendements et incitent les investisseurs à se tourner vers des actifs plus risqués (obligations privées, actions). Ce mécanisme contribue à la compression des primes de risque, à la hausse des prix des actifs et à la baisse des coûts de financement pour les entreprises, même en présence de frictions et de segmentation des marchés.

⁴ Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses

⁵ Bernanke, B. S. (2009). The Crisis and the Policy Response

⁶ Borio, C. E. V. & Disyatat, P. (2010). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal, Manchester School, Vol. 78 (Supplement 1), pp. 53–89

- **Le canal de la liquidité des marchés** intervient lorsque les marchés financiers sont dysfonctionnels. En agissant comme teneur de marché en dernier ressort, la banque centrale améliore la liquidité, réduit les primes de liquidité et de risque de crédit, et restaure le fonctionnement de l'intermédiation financière. Les effets sur l'offre de crédit et la masse monétaire ont toutefois été plus limités que ne le suggéraient les approches monétaristes traditionnelles, en particulier dans des systèmes bancaires fragilisés.

III. ÉTUDE EMPIRIQUE : IMPACT DU BILAN DE LA FED SUR L'INDICE BOURSIER MAROCAIN MASI

Cette étude analyse l'impact des politiques monétaires non conventionnelles sur la stabilité du marché financier marocain en examinant l'effet de l'expansion du bilan de la Réserve fédérale des États-Unis sur les rendements de l'indice boursier MASI. En s'appuyant sur un modèle vectoriel autorégressif (VAR), l'analyse capte les interactions dynamiques entre les chocs de politique monétaire accommodante émanant des économies avancées et la performance du marché boursier marocain. La période d'étude, allant de 2008 à 2025, couvre les principaux épisodes de quantitative easing aux États-Unis ainsi que les phases de fortes tensions économiques, notamment la crise financière mondiale et la pandémie de COVID-19, afin d'évaluer les effets de court et de moyen terme et de mettre en évidence l'existence et l'ampleur des effets de contagion financière internationale sur une économie émergente.

A. Teste de stationnarité

TABLE I

TESTE ADF SUR LES VARIABLES (RENDEMENT DE L'INDICE DE MASI, BILAN DE LA FED)

Variable	Statistique ADF	P-value	Résultats
r.MASI	-4,8914	< 0.01	Stationnaire
WALCL	-5,92	< 0.01	Stationnaire

Les tests ADFs montrent que le rendement de l'indice MASI, tout comme la variation logarithmique du bilan de la Réserve fédérale, sont stationnaires au seuil de significativité de 1 %. Cette caractéristique statistique autorise leur intégration dans un modèle VAR, permettant d'examiner les interactions dynamiques entre le marché financier marocain et les chocs induits par l'expansion du bilan de la Fed. Pour estimer le modèle VAR, nous mobilisons des critères d'information standards afin de déterminer la longueur optimale des retards. Tandis que les critères d'Akaike (AIC) et de l'erreur de prédiction finale (FPE) préconisent l'inclusion de six retards, les critères (SC) et (HQ) Eu égard à la fréquence mensuelle des données, à la taille de l'échantillon et à l'impératif de parcimonie du modèle, la spécification VAR(1) est ainsi retenue. La sélection du longeur optimal se présente dans le tableau suivant :⁷

TABLE II :

SÉLECTION DE LA LONGUEUR OPTIMALE DES RETARDS DU MODÈLE VAR

Nombre de retards	AIC	HQ	SC	FPE
1	-12.936302927	-12.897374206	-12.840027791	0.000002409
2	-1.294098e+01	-1.287610e+01	-1.278053e+01	2.397784e-06
3	-1.294850e+01	-1.285767e+01	-1.272386e+01	2.379910e-06
4	-1.292963e+01	-1.281285e+01	-1.264081e+01	2.425376e-06
5	-1.296677e+01	-1.282403e+01	-1.261376e+01	2.337169e-06
6	-1.299292e+01	-1.282422e+01	-1.257572e+01	2.277142e-06

⁷ Gideon Schwarz, James Hannan et (1978-1979), Estimating the Dimension of a Model, Annals of Statistics; The Determination of the Order of an Autoregression, Journal of the Royal Statistical Society

B. SPÉCIFICATION DU MODÈLE VAR

Il convient de rappeler que, sur la base d'un échantillon de 213 observations, le modèle VAR estimé intègre le rendement de l'indice $r_MASI, t-1$ et la variation logarithmique du bilan de la Réserve fédérale $\Delta \log(WALCL)_{t-1}$. L'estimation réalisée sous R fait apparaître une log-vraisemblance élevée (779,7), ce qui suggère une bonne adéquation globale du modèle aux données. Par ailleurs, les racines du polynôme caractéristique, égales à 0,4893 et 0,0235, sont strictement inférieures à l'unité en valeur absolue, indiquant que le modèle VAR est stable. Cette condition garantit que les chocs ont des effets transitoires et permet une interprétation économiquement valide des fonctions de réponse impulsionnelle (IRF). La matrice de spécification du modèle peut alors s'écrire comme suit :

$$\begin{pmatrix} r_MASI, t \\ \Delta \log(WALCL)_{t-1} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} c_1 \\ c_2 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \phi_{11} & \phi_{21} \\ \phi_{21} & \phi_{22} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} r_MASI, t-1 \\ \Delta \log(WALCL)_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \end{pmatrix}$$

1) Les équations estimées en remplaçant les coefficients estimés par la méthode des moindres carrés estimé se présentant comme suit :

$$r_MASI, t = 0,00356 - 0,02266 r_MASI, t-1 - 0,25046 \Delta \log(WALCL)_{t-1} + \varepsilon_{1,t} \quad (1)$$

le coefficient associé à la variation logarithmique du bilan de la Réserve fédérale des États-Unis ($\Delta \log(WALCL)_{t-1}$) est négatif (-0,250) et statistiquement significatif, indiquant qu'une expansion du bilan de la Fed, interprétée comme un choc de quantitative easing, exerce un effet négatif sur les rendements de l'indice MASI. En revanche, le coefficient lié au rendement retardé du MASI (r_MASI_{t-1}) n'est pas significatif, ce qui suggère l'absence d'effet autorégressif et une intégration rapide de l'information passée dans les prix, cohérente avec une forme faible d'efficacité informationnelle du marché boursier marocain. Ainsi, la dynamique des rendements du MASI semble davantage déterminée par des chocs exogènes internationaux, en particulier ceux liés aux politiques monétaires non conventionnelles américaines, que par sa propre inertie.

$$\Delta \log(WALCL)_{t-1} = 0,00476 - 0,00173 r_MASI, t-1 + 0,48850 \Delta \log(WALCL)_{t-1} + \varepsilon_{2,t} \quad (2)$$

L'estimation des coefficients des variables explicatives confirme le résultat précédent. Le coefficient associé à la variation logarithmique retardée du bilan de la Réserve fédérale $\Delta \log(WALCL)_{t-1}$ est positif (0,4885) et hautement significatif, traduisant une forte persistance de la dynamique d'expansion du bilan de la Fed. En revanche, le coefficient lié aux rendements retardés du $r_MASI, t-1$, estimé à -0,001734, est statistiquement non significatif, indiquant que le marché boursier marocain n'exerce aucune influence mesurable sur la dynamique du quantitative easing. Ce résultat confirme ainsi le caractère exogène de la politique monétaire américaine vis-à-vis des rendements du principal indice boursier marocain.

C. Fonction de réponse impulsionnelle et la Décomposition de la variance des erreurs de prévision de l'indice Masi face à un choc de bilan de la Fed

La fonction de réponse impulsionnelle montre qu'un choc positif de politique monétaire non conventionnelle de la Réserve fédérale, mesuré par une augmentation inattendue de son bilan, entraîne une baisse immédiate et statistiquement significative des rendements de l'indice MASI. L'effet négatif est maximal au cours du premier mois suivant le choc, avec une contraction proche de -1 %. Cet impact s'atténue ensuite progressivement et devient non significatif après 4 à 5 mois, les rendements convergeant vers leur niveau d'équilibre. Ces résultats indiquent que l'effet du QE américain sur le marché boursier marocain est transitoire, bien que non négligeable à court terme.

La décomposition de la variance des erreurs de prévision montre que l’influence des chocs externes liés aux politiques monétaires non conventionnelles américaines augmente avec l’horizon temporel. Dès le deuxième mois, les innovations associées à l’expansion du bilan de la Réserve fédérale des États-Unis expliquent environ 7 % de la variance des rendements du MASI, une contribution qui atteint près de 9 % à partir du troisième mois et se stabilise à moyen terme entre six et douze mois. Bien que les fluctuations du marché boursier marocain demeurent majoritairement déterminées par des facteurs domestiques, cette contribution externe est économiquement significative et constitue, au regard de la littérature, une preuve robuste de spillovers financiers internationaux affectant les économies émergentes.

FIGURE 1:

FONCTION DE RÉPONSE IMPULSIONNELLE DE L’INDICE MASI AU CHOC DE QE

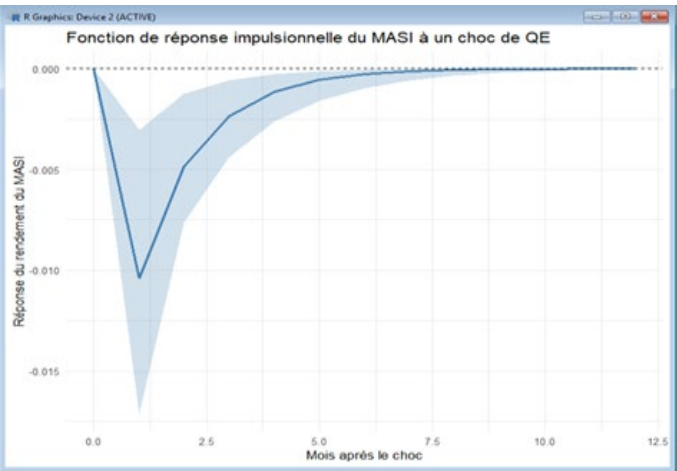


TABLE III :

DÉCOMPOSITION DE LA VARIANCE DES ERREURS DE PRÉVISION

Horizon par mois	Part de la variance expliquée par les chocs propres au marché financier marocain	Part expliquée par les chocs de QE américain
1	1.0000000	0.00000000
2	0.9259961	0.07400390
3	0.9114103	0.08858973
4	0.9079710	0.09202900
5	0.9071516	0.09284838
6	0.9069556	0.09304436
7	0.9069087	0.09309128
8	0.9068975	0.09310252
9	0.9068948	0.09310521
10	0.9068942	0.09310585
11	0.9068940	0.09310600
12	0.9068940	0.09310604

IV. CONCLUSION

Les politiques monétaires non conventionnelles, mises en œuvre en réponse à l’inefficacité de certains instruments de la politique monétaire conventionnelle, ont généré des effets internationaux significatifs à travers les principaux canaux de transmission, notamment le canal de signalisation, le canal de rééquilibrage des portefeuilles et le canal de prise de risque. L’analyse empirique, fondée sur l’estimation d’un modèle VAR (1), met en évidence un impact négatif et statistiquement significatif de l’expansion du bilan de la Réserve fédérale américaine sur les rendements de l’indice MASI. Plus précisément, une augmentation du bilan de la Fed entraîne une baisse des rendements du marché boursier marocain à court terme. Ces conclusions confirment la sensibilité du marché financier marocain aux conditions monétaires globales et soulignent le rôle central des canaux financiers internationaux dans la transmission des politiques monétaires des grandes économies avancées.

REMERCIEMENT

Je tiens tout d’abord à remercier chaleureusement les organisateurs de l’événement EFI 2026 pour l’opportunité qu’ils m’ont offerte de présenter et de publier cet article. J’exprime ensuite ma profonde gratitude à mon professeur encadrant, Monsieur Badr Machrafi, pour son accompagnement, ses conseils avisés et son soutien tout au long de ce travail. J’adresse également mes sincères remerciements à ma famille ainsi qu’à mon épouse, dont le soutien constant et les encouragements ont été essentiels à l’aboutissement de cette recherche.

V. REFERENCES

- [1] Bernanke, B. S. (2020). The New Tools of Monetary Policy. American Economic Association.
- [2] Riblier, J., & Steinsson, J. (2023). Reassessing the Taylor Rule after the Pandemic. Brookings Papers on Economic Activity.
- [3] Havránek, T., & Rusnák, M. (2013). Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis. International Journal of Central Banking.
- [4] Eggertsson, G. B., & Woodford, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. Brookings Papers on Economic Activity.
- [5] Bank of England – Quantitative Easing Explained
- [6] Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses.
- [7] Bernanke, B. S. (2009). The Crisis and the Policy Response
- [8] Gideon Schwarz, James Hannan et al. (1978-1979), Estimating the Dimension of a Model, Annals of Statistics; The Determination of the Order of an Autoregression, Journal of the Royal Statistical Society..11, 1997.