

N° 43 (*Numéro spécial*)

1^{er} semestre 2009



**REVUE JURIDIQUE, POLITIQUE ET
ECONOMIQUE DU MAROC**

« Analyses monétaire et financière »

**Revue éditée par la Faculté des Sciences Juridiques,
Economiques et Sociales - Agdal Rabat -**

www.fsjesr.ac.ma

**Les opinions exprimées dans cette revue sont strictement
personnelles à leurs auteurs**

Numéro du dépôt légal à la Bibliothèque Générale et Archives: 7/76

Réalisation: Société Orientale – Rabat
E-mail : so.orientale@gmail.com

REVUE JURIDIQUE, POLITIQUE ET ECONOMIQUE DU MAROC

éditée par

**La Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales
- Rabat Agdal -**

Directeur: Lahcen OULHAJ.

Comité de rédaction:

Latifa EL MAHDATI, Farid EL BACHA,
Alhassan RHOUE, Rajae NAJI, Abdelilah EL
ABDI, Mohammed MADANI, Miloud
LOUKILI, Afifa HAKAM, Mustapha
BOULOUIZ, Hassan RAISS, Mohammed
ABOUCH, Abderrassoul LEHADIRI.

Secrétariat de rédaction:

Khadija OUAZZANI CHAHDI.

ADMINISTRATION

B.P. 721, Boulevard des Nations Unies – Agdal – Rabat.

Abonnement annuel (2 numéros)

Maroc 140 DH
Etranger..... 140 DH + port
Vente directe, tarif étudiant..... 30 DH le numéro

Modes de paiement: Espèces ou virement bancaire à la Trésorerie Générale du Royaume
au compte n° 40220

FACULTE DES SCIENCES JURIDIQUES, ECONOMIQUES ET SOCIALES

B.P. 721, Agdal – Rabat



SOMMAIRE

Analyses monétaire et financière

<i>Said TOUNSI</i>	<i>Présentation.....</i>	<i>7</i>
<i>Mohammed AKAABOUNE</i>	<i>Politique monétaire marocaine et libéralisation financière</i>	<i>13</i>
<i>Adil ELMARHOUM Nour-eddine KHNIJER</i>	<i>La régulation monétaire par les taux au Maroc: justification et portée</i>	<i>93</i>
<i>Asmaa Hajar ESSAID Imane ELHOUM</i>	<i>Les déterminants du taux d'intérêt débiteur au Maroc</i>	<i>125</i>
<i>Afifa HAKAM Said TOUNSI</i>	<i>Une analyse de l'expérience marocaine : La libéralisation financière peut-elle augmenter ou réduire l'épargne ?</i>	<i>153</i>

Tarik DOUIRA	<i>Les Fonds de Garantie des crédits au Maroc : Origine, mécanismes et utilisation</i>	181
<i>Khalid HAMMES Hicham CHERRADI Mohamed Nizar EL KASMI</i>	<i>Liquidité, performance et développement du marché des actions au Maroc</i>	221
<i>Jennat BENHIDA Imane BENNIS</i>	<i>Le devenir de la Bourse des Valeurs de Casablanca à la lumière des mouvements de démutualisation et de rapprochement</i>	247

PRESENTATION

Ce texte, le premier d'une série de travaux du Centre Monnaie-Finance-Banque (CMEB)¹ que publie la Revue de la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales de Rabat-Agdal (FSTES), rassemble sept contributions élaborées par des membres de cette structure de formation et de recherche de la FSJES. Jeunes chercheurs, chercheurs confirmés et des professionnels du secteur financier marocain se sont penchés sur différents thèmes de la dynamique des Systèmes Financiers et de la politique monétaire.

Les trois premières contributions de la présente livraison traitent de la politique monétaire marocaine.

Dans l'article «La politique monétaire marocaine dans le cadre de la libéralisation financière», Monsieur Mohammed AKAABOUNE Professeur à l'université Mohammed V-Souissi, Rabat et membre du Centre Monnaie-Finance-Banque(CMFB), l'auteur fait état du caractère passif de la politique monétaire du Maroc malgré la mise en place d'un cadre institutionnel moderne.

Dans le second article, intitulé «La régulation monétaire par les taux au Maroc : justification et portée» Adil EL MARHOUM Professeur à l'université Mohammed V-AGDAL, Rabat et membre du CMFB et Nour-Eddine KHNIJER, doctorant du CMFB et cadre du ministère des finances examinent et mesurent la portée du contrôle du refinancement bancaire aussi bien dans un contexte de liquidité normale que dans un contexte de surliquidité

Asmaa Hajar ESSAID et Imane ELHOUM doctorantes du CMFB se penchent dans le troisième article sur un aspect capital de la politique monétaire pour expliquer la variation du taux d'intérêt débiteur, au sein de la dynamique réglementaire, à travers l'étude de la contribution explicative

¹ Créé il ya une quinzaine d'années dans le cadre du programme Med Campus projet 50, a formé en monnaie finance plusieurs promotions de docteurs avant de mettre en place une structure de formation de troisième cycle(DES, DESA et master spécialisé).

de ses principaux déterminants, à savoir les coûts des ressources et le risque de crédit. Ce dernier aspect a retenu l'attention d'un jeune lauréat du centre MFB et nouvel recrue de Banque Al Maghrib : Tarik DOUIRA qui traite dans son article « Les fonds de garantie des crédits au Maroc : origine, mécanismes et utilisation » la problématique de la sous utilisation de la garantie institutionnelle .

On assiste depuis quelques décennies à l'accélération de la démutualisation des sociétés gestionnaires de bourse dans un contexte d'intégration sans précédent des marchés financiers de par le monde. S'il est vrai que ce mouvement procure des avantages extraordinaires, son extension à des marchés insuffisamment structurés (la dynamique de la relation marché primaire/marché secondaire), est également porteuse de nombreux risques. C'est ce que traitent deux jeunes chercheuses du Mastère Monnaie-Finance de la FSJES de Rabat Agdal (Imane BENNIS et Jennat BENHIDA) dans la contribution intitulée «Le devenir de la Bourse des valeurs de Casablanca à la lumière des mouvements de démutualisation et de rapprochement ».

L'autre aspect de la problématique et qui examine la nature de la relation entre le marché primaire et marché secondaire permet aux coauteurs HAMMES Khalid, EL KASMI Mohamed Nizar professeurs et lauréats du CMFB et CHERRADI Hicham, professeur lauréat du centre MFB et haut cadre du CDVM dans leur article « Liquidité, performance et développement du marché des actions au Maroc (1992-2006).» de confirmer l'idée du manque de maturité du marché financier marocain.

Enfin, pour compléter cette présentation, Mme Afifa Hakam professeur du CMFB et chef de département des sciences économiques de la FSJES de Rabat Agdal et Saïd Tounsi professeur du CMFB analysent dans leur texte l'incidence de la libéralisation financière sur le niveau et la structure de l'épargne au Maroc.

L'ensemble de ces textes a été réuni par le professeur Mohamed Raja Amrani responsable du CMFB qui a accompagné l'ensemble des jeunes

chercheurs ayant contribué à ce collectif dans l'élaboration de leurs contributions.

Il me revient le difficile et périlleux exercice de présenter l'ensemble de ces contributions qui tout en traitant de problématiques différentes s'inscrivent dans la thématique de la libéralisation de notre Système Financier, de sa restructuration, de sa dynamisation, ainsi que des défis qu'il importe encore de relever pour parfaire la construction d'un Système Financier performant capable de résister aux conséquences de la libéralisation des services financiers à l'échelle planétaire.

Les articles réunis dans ce numéro retracent le processus de transformation du système financier au Maroc depuis la fin des années 80. Alors qu'il était essentiellement administré et réprimé à travers le contrôle des taux d'intérêt, l'allocation sectorielle des crédits et une régulation directe de la quantité de monnaie, il s'aligne à partir de la moitié des années 90 sur le modèle standard par une refonte quasi globale de son cadre institutionnel et réglementaire. Les années quatre vingt dix ont connu dans le cadre de la refonte du cadre législatif de l'activité des établissements de crédit de 1993 et des textes attenants, le désencadrement du crédit, l'élimination progressive des emplois obligatoires, la libéralisation graduelle des taux d'intérêt culminant en 1996 par la libéralisation des taux d'intérêts débiteurs et, la même année, le lancement d'un marché des changes. La banque centrale s'est dotée d'un dispositif d'intervention sur le marché à travers lequel elle ne fournira que la quantité de monnaie jugée nécessaire pour une bonne conduite de la politique monétaire. Il s'agit d'un ensemble de procédures de refinancement qui lui permet de fixer aussi bien le volume que le coût de liquidité à mettre à la disposition des banques de second rang complété, en cas de nécessité, par le jeu de la réserve obligatoire. Par la suite, la libéralisation de l'activité bancaire engendra l'accroissement et l'apparition de nouveaux risques que la banque centrale a su globalement contenir par le renforcement de la réglementation prudentielle. Cette lourde tâche de supervision bancaire qui s'inscrit, dans la droite ligne des normes édictées en la matière par le Comité de Bâle incombe exclusivement, depuis la promulgation de la nouvelle loi bancaire en 2006, à BKAM devenu

autonome en matière de conduite de la politique monétaire. La modernisation du marché financier en 1993 s'est concrétisée par la création tant des nouveaux instruments financiers que des nouveaux organes. Son infrastructure et ses règles de fonctionnement ont été réaménagées en 2004 notamment en donnant plus d'autonomie à l'autorité de marché (CDVM).

Quelle que soit la vigueur des évaluations de la dynamique du système financier marocain, il existe entre tous ceux qui se sont penchés sur le problème, dans les articles réunis dans ce numéro, un consensus fort pour déclarer qu'il est perfectible au moins au niveau des points suivants :

- Même si globalement la libéralisation financière a permis d'éliminer en grande partie les contraintes de financement, elle n'a pas eu d'impact significatif sur le taux d'épargne nationale et n'a pas modifiée la structure de l'épargne financière caractérisée encore par la prédominance des placements à court terme.
- Depuis sa réforme, la politique monétaire cependant perfectible, a apporté au système financier des bénéfices précieux en termes de stabilité financière, de stabilité des prix et de taux d'intérêt. Mais le contexte de surliquidité marqué par le faible recours des banques au refinancement de la banque centrale, a limité le rôle des banques marocaines, dans la propagation des impulsions de la politique monétaire au taux débiteurs.
- Cette situation révèle un important dysfonctionnement du marché du crédit trop exigeant en garanties et explique l'implication des pouvoirs publics à travers l'introduction des FG qui malgré les opportunités qu'ils offrent pour les différents intervenants demeurent sous utilisés puisque près de 7% des crédits distribués actionnent ce mécanisme.

Il ne pouvait toutefois être question de laisser « hors champ » le rôle des structures de marché dans le financement de l'activité de production. Il nous a donc paru indispensable de solliciter deux contributions qui fassent

non seulement l'inventaire des réalisations récentes dans ce domaine, mais aussi d'analyser, à la lumière de la dynamique de la relation marché primaire/marché secondaire, de l'ouverture du marché financier marocain à l'international, de l'accélération récente des mouvements de démutualisation et de rapprochements au niveau mondial, les aptitudes du Maroc à prendre en charge ces mouvements ainsi que les préalables réglementaires préparant la bourse des valeurs de Casablanca à un processus tel que la démutualisation.

Rabat Le 15 Décembre 2007

Saïd Tounsi

Enseignant chercheur au CMFB



POLITIQUE MONETAIRE MAROCAINE ET LIBERALISATION FINANCIERE *

Mohammed AKAABOUNE **

Résumé

Au cours des deux dernières décennies, la politique monétaire du Maroc a connu deux générations de réformes qui s'inscrivent dans le cadre global de la libéralisation financière. La première génération, amorcée au début des années 1990, a introduit les changements du **cadre opérationnel** avec pour but, la mise en place des instruments d'action indirecte. La seconde génération a concerné la réforme du **cadre institutionnel** avec l'adoption, en 2005, de nouveaux statuts de Bank Al Maghrib pour lui assurer l'autonomie considérée comme le gage d'une crédibilité de la politique monétaire et donc de la stabilité des prix.

Cette étude présente, dans une première partie, la portée et les limites de la politique monétaire, il apparaît que celle-ci se caractérise par la passivité et l'imprudence. La deuxième partie présente les conditions de mise en place d'une politique monétaire active nécessaire dans le contexte actuel de crise avec chômage et faible inflation. A travers l'étude des canaux de transmission monétaire, et à l'analyse du potentiel de possibilités que recèle le cadre de la politique monétaire, il s'avère que celle-ci est perfectible.

Lexique :

politique monétaire- incohérence temporelle- indépendance-
responsabilité-

canaux de transmission – taux directeur- effet d'annonce- règle monétaire.

* Cet article est une version actualisée d'une communication de l'auteur dans le cadre du colloque : « 11^{ème} Rencontres Euro- Méditerranéennes » du CEMAFI ; Université Sophia Antipolis - Thème de la rencontre : « le financement des économies des pays riverains de la Méditerranée. » Nice, 15-16 Novembre 2007

** Enseignant- chercheur ; Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales Université Mohammed V- Souissi, Rabat.

Summary

Over the past two decades, monetary policy in Morocco has undergone two generations of reforms that are part of global financial liberalization. The first generation began in the early 1990s brought changes in the operational framework with the aim, the introduction of indirect instruments of action. The second generation was the reform of the institutional framework with the adoption in 2005, new statutes of Bank Al Maghrib to ensure the autonomy seen as the guarantee of credibility of monetary policy and thus price stability.

This study, in a first part, the scope and limits of monetary policy, it appears that it is characterized by passivity and carelessness. The second part presents the conditions for the establishment of an active monetary policy required in the current crisis with unemployment and low inflation. Through the study of channels of monetary transmission, and analysis of potential opportunities that has the monetary policy framework, it appears that it is imperfect.

Glossary:

monetary policy- time-inconsistency- independence - responsibility-
channel transmission - rate - effect of ad - monetary rule

Introduction générale

La modernisation de la politique monétaire du Maroc a été entamée dès le début de la décennie 1990, elle s'inscrit dans le mouvement global de libéralisation financière. Partout, la politique monétaire a connu de grandes mutations en ce qui concerne sa conception et son statut. Au niveau théorique, les années 1970 verront le retour en force des idées libérales, le Monétarisme va avoir une influence directe sur les politiques monétaires qui adopteront une stratégie basée sur la fixation de règle monétaire comme objectif intermédiaire et la stabilité des prix comme objectif final. Au niveau empirique, la libéralisation financière aura un impact direct sur toute la conception de la politique monétaire (objectifs, instruments...).

Cependant, deux phénomènes majeurs vont remettre en cause la politique monétariste de la règle monétaire : les innovations financières et la globalisation financière. Il est devenu difficile de procéder à l'évaluation de la création de monnaie à travers les agrégats classiques. Les politiques monétaires délaisseront les cibles monétaires vers des politiques plus pragmatiques. Les recherches de la Nouvelle Ecole Classique vont améliorer la conception de la politique monétaire à la lumière des analyses des anticipations rationnelles poussant les réformes vers le niveau institutionnel et communicationnel (recherche d'autonomie des banques centrales, politique de communication...). Désormais, avec le développement des marchés de capitaux, l'information financière devient décisive. Pour lutter contre l'inflation, il s'avère nécessaire d'ancrer les anticipations des agents à travers les effets d'annonce et de signal. La crédibilité de la politique monétaire, qui suppose la transparence et la responsabilité, est désormais une qualité recherchée par toutes les banques centrales à travers diverses stratégies : le ciblage direct de l'inflation, l'indépendance vis-à-vis du gouvernement, la politique de communication pour une meilleure transparence... La politique monétaire acquiert un rôle central avec des canaux de transmission complexes.

Dans le cas du Maroc, deux phases sont à distinguer dans ce mouvement, ces deux phases correspondent à deux générations de réformes :

* la première phase commence au début de la décennie 1990, elle se caractérise par la mise en place de réformes graduelles tendant à substituer les mécanismes de marché à l'état de répression financière par l'institution d'un nouveau cadre instrumental : les instruments d'action directe et sélective seront remplacés par des instruments d'action indirecte.

Depuis le lancement des réformes, au début de la décennie 1990, Bank Al Maghrib, à l'image des autres banques centrales, a mis en place un cadre opérationnel visant à pratiquer une régulation par les taux d'intérêt. Deux types de stratégies sont possibles et dans les deux cas l'intervention des autorités monétaires peut être qualifiée d'indirecte. En effet, par ses interventions sur le marché interbancaire, la banque centrale peut :

- (i) fixer la quantité de monnaie centrale et laisser le taux d'intérêt fluctuer, c'est la politique de base monétaire ;
- (ii) fixer le taux d'intérêt et alimenter le marché en liquidités pour réaliser l'objectif de taux ciblé, c'est la politique de taux d'intérêt.

Bank Al Maghrib, comme de nombreuses banques centrales choisit la politique de taux d'intérêt suite aux échecs des stratégies monétaristes. Ainsi, à travers ses interventions sur le marché interbancaire, elle vise à atteindre un niveau désiré du taux au jour le jour en modifiant éventuellement la liquidité bancaire, ce taux ciblé est l'objectif opérationnel. L'équilibre sur le marché se réalise par les quantités, le niveau des taux d'intervention est stable et rarement révisé. Cette stratégie soulève des remarques quand à l'efficacité de son action. Elle est axée sur la régulation de la liquidité des banques à travers les interventions sur le marché interbancaire. Elle peut faire face à deux types de situations symétriques :

- excédent de liquidités : c'était le cas entre 2001 et 2007. Pour Bank Al Maghrib, cette situation était pathologique et la résorption des excédents de liquidités pour assurer un niveau minimum du taux interbancaire devenait un objectif en soi.
- déficit de liquidités : la situation de surliquidité s'est estompée à partir du second semestre de l'année 2007, Bank Al Maghrib utilise des techniques d'injection de liquidités et vise à maintenir le taux interbancaire à l'intérieur d'un corridor.

* la deuxième phase, plus récente, a eu pour objet la mise en place d'un nouveau cadre institutionnel d'une politique monétaire crédible et transparente sous la responsabilité d'une banque centrale indépendante. C'est dans ce cadre qu'est intervenue, en 2006, la révision de la loi bancaire et des statuts de Bank Al Maghrib et la mise en place d'une politique de communication. Le Maroc a révisé les statuts de Bank Al Maghrib dans le but de crédibiliser la politique monétaire : on peut s'interroger sur la nécessité et la pertinence des réformes des statuts de la Banque Centrale dans le cadre d'un pays en développement comme le Maroc.

Globalement, notre propos est de faire ressortir le caractère passif de la politique monétaire du Maroc. Cette politique se limite à réguler les liquidités bancaires et donc à viser un certain niveau de taux du marché interbancaire. Nous estimons que la politique monétaire dans les pays en développement ne peut se résigner à réguler les liquidités (injection ou retrait de liquidités).

- En cas de surliquidité, les techniques de reprise de liquidités ne peuvent qu'aggraver la situation, elles ont même des *effets pervers*.
- En cas de déficit des liquidités, le système est « en banque », l'injection des liquidités qui est pratiquée demeure une action très passive sans contrôle de son impact sur l'économie réelle. Il ya là un risque potentiel lié à la possibilité de développement des pratiques spéculatives ce qui rappelle les causes de la crise financière de 2008-2009.

Ces techniques de régulation passive des liquidités sans impact sur l'utilisation bancaire de ces fonds risquent de favoriser les pratiques spéculatives au détriment du financement des secteurs productifs. Comme la stabilité monétaire est liée à la stabilité bancaire, il est nécessaire de doubler de vigilance et de rendre la politique monétaire plus active.

Les techniques utilisées par Bank Al Maghrib doivent favoriser davantage l'action des canaux de transmission monétaire les plus féconds au Maroc. Il est nécessaire d'orienter cette politique monétaire dans le sens d'une allocation optimale des ressources. La politique monétaire marocaine est donc perfectible.

Au niveau méthodologique, nous tenterons d'apporter des éléments de réponse à travers trois niveaux d'analyse :

- (i) une évaluation de la politique monétaire au Maroc à travers l'étude, à base des statistiques monétaires et des agrégats macroéconomiques concernés, de sa portée et de ses limites ;
- (ii) une analyse du nouveau cadre juridique et opérationnel à fin de déceler les potentialités que recèle ce cadre et qui sont non encore exploitées pour rendre cette politique plus active;
- (iii) enfin, une analyse des possibilités d'amélioration de cette politique à travers l'étude des canaux de transmission monétaire et l'analyse du potentiel d'action que recèle le cadre de la politique monétaire au Maroc.

Cette problématique sera abordée en deux parties. La première partie présente l'évolution de la conception de la politique monétaire au Maroc avec ses résultats et ses limites. A travers la deuxième partie, nous analyserons les conditions d'efficacité de la politique monétaire au Maroc.

I- Portée et limites de la politique monétaire au Maroc

Au Maroc, comme dans la plupart des pays en développement, la politique monétaire a connu de grandes mutations aussi bien au niveau de ses fondements que de sa conception pratique, c'est à dire ses objectifs et ses instruments. Diverses mesures ont été prises depuis le début de la décennie 1990, elles s'inscrivent dans le cadre du mouvement global de libéralisation financière. Ces mesures correspondent à deux grandes phases :

- la première phase cherchera à remplacer les instruments de contrôle direct par des instruments de marché afin de mettre en place un cadre opérationnel adapté aux exigences d'un système libéralisé. Sous l'influence du Monétarisme, l'objectif final de la politique monétaire est devenu la stabilité des prix, et l'objectif intermédiaire une règle monétaire.
- la deuxième phase se traduit par des réformes du cadre institutionnel, elle vise la mise en place d'une politique monétaire

crédible et transparente avec le renforcement du rôle de Bank Al Maghrib à l'instar des Banques Centrales des pays développés.

Dans un premier temps, nous verrons l'évolution du cadre de la politique monétaire au Maroc (1.1) ensuite l'évaluation de cette politique (1.2).

1.1- Mutations de la politique monétaire au Maroc

Un premier point présente l'environnement global (1.1.1), le second point présente le cadre opérationnel (1.1.2). Un troisième point présente les réformes du cadre institutionnel (1.1.3)

1.1.1- Environnement global

Jusqu'au début des années 1970, tous les modèles qui ont analysé le sous-développement n'accordaient au système financier qu'un rôle de facteur d'accompagnement plutôt que d'entraînement du processus de développement. Ces modèles admettaient l'hypothèse implicite que le développement financier devait résulter du développement économique. Ces positions seront revues en théorie à partir de la moitié des années 1970 et en pratique au cours des années 1980. En effet, dans ces pays, les structures financières en général ont été marquées par deux orientations : une phase d'administration des circuits de financement et une deuxième caractérisée par la libéralisation financière.

Phase de répression financière

Cette phase remonte aux années 1950 et 1960. Dans les pays en développement, la rareté des ressources de financement au lendemain des mouvements d'indépendance d'une part, et l'influence des principes keynésiens d'autre part, ont favorisé l'application du rationnement des ressources pour les affecter aux secteurs prioritaires. Ces économies se caractérisaient par la faiblesse du rendement attendu de l'investissement par le secteur privé. Les banques, héritées du système colonial, avaient souvent une préférence pour le financement des activités commerciales et spéculatives à rentabilité rapide. La concurrence entre les banques d'une part, et entre financement bancaire et non bancaire d'autre part, était faible. Ce sont ces raisons, entre autres, qui justifiaient l'intervention de l'Etat dans

le domaine financier à travers la création de banques publiques et l'intervention dans les circuits de financement pour favoriser l'investissement par l'application de taux d'intérêt faibles.

Concernant les taux d'intérêt créditeurs, cette conception considère que dans les pays en développement, les épargnants ne sont que peu sensibles à la rémunération de l'épargne. Ils seraient plus intéressés par la proximité d'institutions financières capables de leur offrir des placements sûrs. Le développement de l'épargne passe davantage par l'implantation de banques sur l'ensemble du territoire plutôt que par l'élévation des taux d'intérêt.

Les Banques Centrales octroyaient des facilités de refinancement au Trésor et aux banques publiques peu ou pas solvables à des taux d'intérêt réels faibles ou même négatifs en termes réels. Les raisons qui justifient le faible niveau de taux d'intérêt réels sont multiples : ces taux permettent d'empêcher une augmentation du coût du service de la dette publique, de subventionner les régions et les secteurs économiques désavantagés... La demande excédentaire de crédit qu'entraînent ces faibles taux d'intérêt réels s'accompagne de politiques sélectives des crédits visant à orienter les capitaux disponibles vers les secteurs clés. C'est dans ce cadre que s'inscrit la politique monétaire du Maroc avant les réformes des années 1990. Cette politique agissait à travers des instruments d'intervention directe tels que :

- le refinancement des banques via une politique sélective : les autorités monétaires assurent le refinancement des banques par la fixation des volumes et des taux de réescompte ;
- la fixation des taux d'intérêt à un niveau bas, voire négatif en terme réels, pour assurer un financement des secteurs prioritaires et du Trésor public à des taux bonifiés ;
- l'encadrement sélectif des crédits ;
- l'instauration des emplois obligatoires aux banques, celles-ci ne doivent pas disposer librement ressources de financement. Les fonds collectés doivent être affectés à des emplois fixés par les autorités monétaires au profit des circuits publics (Trésor et OFS : Organismes Financiers Spécialisés) ou aux secteurs prioritaires.

Au Maroc, en 1992, 55% des exigibilités des banques étaient consacrées à des emplois obligatoires.

- le cloisonnement des circuits de financement (coexistence des banques et des : O.F.S.). Les banques se limitaient à la collecte des dépôts et l'octroi de crédits à court terme, les OFS étaient spécialisés dans le financement de secteurs spécifiques (agriculture, industrie, tourisme, habitat...).

Phase de libéralisation financière

Sur le plan pratique, cette phase va accompagner l'aggravation des difficultés financières des pays en développement. Les crises d'endettement ont montré l'incapacité des systèmes administrés à générer les ressources pour assurer un financement équilibré et autonome. Sur le plan théorique et dès le début de la décennie 1970, une littérature d'inspiration libérale va s'opposer aux conceptions dirigistes. Ces nouvelles approches - qui vont largement influencer les stratégies proposées par le FMI et la Banque Mondiale- considèrent que seul un système financier libéralisé est en mesure d'assurer un financement dynamique de l'économie, de favoriser la constitution de l'épargne, de développer l'investissement au niveau quantitatif mais aussi qualitatif et par là, de créer les conditions d'une croissance saine.

En 1973, E.S. Shaw¹ et Ronald I. Mac Kinnon², vont dénoncer la politique de répression financière due à la pratique de bas taux d'intérêt et du contrôle direct du système bancaire. Pour eux, quand l'Etat fixe de façon administrative les taux d'intérêt réels, par la fixation des taux d'intérêts nominaux en-dessous de leur valeur d'équilibre, l'économie se trouve dans un système de « répression financière » qui se traduit par une réduction de la croissance suite à la faiblesse de l'épargne au profit de la consommation d'une part, et, d'autre part, la faiblesse quantitative de l'investissement et la détérioration de sa qualité dans la mesure où les banques sont forcées par le

¹ Shaw E.S. (1973), « Financial Deepening in Economic Development », New York, Oxford University Press.

² Mac Kinnon R. (1973), « Money and Capital in Economic Development », Washington, The Brookings Institution.

gouvernement de financer des projets à faible rendement. Les projets sont sélectionnés en fonction de décisions administratives et non de critères de rentabilité.

Selon R. Mackinnon et E. Shaw, certains critères doivent être présents pour définir un système bancaire et financier réprimé :

- existence de taux élevés d'emplois obligatoires ;
- application de taux d'intérêt faibles voire négatifs en termes réels ;
- pratique d'une politique sélective des crédits qui sont rationnés et alloués à des secteurs spécifiques ;
- détention par les gouvernements d'importantes institutions financières ;
- utilisation du droit de seigneurage pour financer les déficits budgétaires.

En bref, tout ce qui limite la liberté d'action du système bancaire est considéré comme facteur de répression financière. Cette conception arrive à la conclusion que le développement économique passe d'abord par le développement financier. Ce dernier est tributaire de la réalisation d'une libéralisation financière dont les objectifs sont le renforcement de la concurrence dans le domaine financier et le développement des marchés de capitaux pour assurer un financement optimal de l'économie par la constitution d'une épargne domestique stable et l'affectation des ressources de financement aux seuls projets porteurs. En matière de niveau des taux, et au lieu d'une politique de bas taux d'intérêt, c'est plutôt une politique de taux positifs en termes réels et donc rémunérateurs de l'épargne qui est favorisée. En matière d'investissement, la libéralisation financière doit se traduire par l'amélioration quantitative et qualitative de l'investissement grâce au développement de l'épargne et la sélection des projets sur des bases d'étude de rentabilité et non par décision administrative.

En matière de politique monétaire, au lieu des politiques d'action directe de régulation monétaire, ce sont les politiques indirectes qui seront favorisées notamment la politique de base monétaire. On retrouve ainsi des liens directs avec le Monétarisme.

La thèse de la répression financière va se traduire par le lancement de réformes financières : dès le milieu de la décennie 1970, en Argentine, qui sera suivie par le Chili et l'Uruguay. Au début de la décennie 1980, le FMI, inspiré par ce courant, a lancé les Programmes d'ajustement structurels dans lesquels les réformes financières ont été inscrites comme mesures de premier plan. Au cours des années 1980, des pays d'Asie du Sud-est mettront en œuvre des réformes financières. En Afrique, c'est le Ghana et la Gambie qui ont commencé les réformes à la fin des années 1980. Au début des années 1990, le Maroc a amorcé une série de réformes graduelles de libéralisation financière. Parmi les mesures prises, on peut citer :

- le décloisonnement des institutions financières : les OFS vont avoir le statut de banques universelles (1986), ce qui va leur permettre désormais d'accorder toutes catégories de crédit et de collecter les dépôts. De même les banques pourront octroyer les crédits aux secteurs autrefois réservés aux OFS ;
- la levée de l'encadrement des crédits (1991) ;
- la libéralisation des taux d'intérêt créditeurs (1990) ; la déréglementation des taux d'intérêt débiteurs (1991). Ces derniers resteront tout de même plafonnés jusqu'à leur libéralisation totale (1996). A partir de 1996, une seule limite supérieure demeure à savoir le taux maximum des intérêts conventionnels que les établissements de crédit sont tenus de respecter ;
- la mise en place progressive des instruments de contrôle indirect de la politique monétaire. Au lieu du réescompte, et depuis le début juin 1995, Bank Al Maghrib alimente les banques à travers de opérations d'injection ou de retrait de liquidités.

La suppression des emplois obligatoires pour libérer l'action des banques qui pourront agir selon les mécanismes de marché ce qui améliore les emplois bancaires aussi bien sur le plan quantitatif : les crédits augmentent, que sur le plan qualitatif : les crédits alloués seront sélectionnés en fonction des critères de rentabilité. Au Maroc, les emplois obligatoires ont été supprimés, de façon graduelle passant de 55% des exigibilités des banques en 1989 à 3% en 1998.

A côté de ces mesures, on peut également citer la réforme de la bourse et la réforme de la loi bancaire (1993) ; le lancement des OPCVM (1995) ; le réaménagement de la technique d'adjudication des bons du Trésor (1995) ; l'introduction des Titres de créances négociables (1995).

1.1.2- Evolution du cadre opérationnel de la politique monétaire

Depuis le début de la libéralisation financière Bank Al Maghrib fournit des efforts continus pour adapter le cadre opérationnel de la politique monétaire en vue d'harmoniser les procédures d'intervention sur le marché monétaire et de conférer davantage de souplesse à la gestion des trésoreries bancaires. Ces efforts se sont poursuivis en début de 2005 par la refonte du dispositif d'intervention. Ainsi les avances à 5 jours ont été supprimées et remplacées par une facilité d'avance permanente à 24 heures au taux de 4.25%.

En 2008, Bank AL Maghrib dispose d'un cadre opérationnel renouvelé, elle cherche à piloter le taux interbancaire à l'aide d'un ensemble d'instruments d'intervention conformes aux mécanismes de marché. Ce cadre lui permet de gérer la liquidité et de signaler l'orientation générale de la politique monétaire à court et moyen terme. Les instruments prévus sont :

1- les canaux d'injection de liquidités : ils permettent à la Banque Centrale d'alimenter les banques en monnaie, il s'agit des techniques suivantes :

- les avances à 7 jours par voie d'appel d'offre hebdomadaire à l'initiative de la Banque centrale et dont le taux en 2009 est de 3.25% constituant le taux directeur de la politique monétaire;
- les facilités permanentes d'avances à 24h à l'initiative des banques dont le taux en 2009 est de 4.25% (taux directeur majoré de 100 points de base) ;

2- les canaux de retrait de liquidités, ce sont les techniques les plus utilisées depuis 1999, il s'agit d'opérations symétriques des précédentes, elles sont de deux catégories :

- les reprises de liquidités hebdomadaires pour 7 jours à l'initiative de la Banque Centrale. Le rapport de la Banque indique que le taux de ces reprises en 2006 varie entre 2.50 % et 3.25% ;
- les facilités de dépôts à 24 h à l'initiative des banques au taux de 2.25% ;

Pour respecter les mécanismes du marché, les avances à 7 jours comme les reprises de liquidités à 7 jours sont exécutées par Bank Al Maghrib par voie d'appel d'offre hebdomadaire.

A côté de ses techniques principales, Bank Al Maghrib dispose de deux autres instruments qu'on peut qualifier de secondaires :

3- les opérations de réglage fin qui sont ponctuellement réalisées en vue de faire face aux fluctuations brusques de la liquidité bancaire. Il s'agit de cession ou d'acquisition temporaire ou fermes de bons du Trésor, mais également d'opérations de swaps de change. Dans ce sens, notons que Bank al Maghrib peut intervenir sur le marché interbancaire à travers la politique d'open market mais elle ne le fait que rarement en raison de la faible liquidité du marché secondaire des bons du Trésor.

4- La technique de la réserve monétaire qui constitue une mesure réglementaire encore en usage et dont le taux ne peut être manipulé fréquemment pour réguler les liquidités bancaires en raison de son effet brusque sur les ressources des banques. Au début de la libéralisation cette technique a été fortement utilisée suite au désencadrement du crédit. A partir de Janvier 2008, le taux de cette réserve passe de 16.5% à 15% des exigibilités des banques, son taux de rémunération est de 0.75%. La même tendance est enregistrée en 2009, le taux de la réserve est abaissé de 3% passant à 12% en Janvier et à 10% à partir de Juillet 2009. Ces baisses ont pour but de soulager la trésorerie bancaire suite à la réduction des liquidités.

En résumé, Bank Al Maghrib cherche à maintenir le taux au jour le jour du marché interbancaire à l'intérieur d'un corridor. Le corridor est théoriquement constitué par un taux plafond et un taux plancher, le taux interbancaire doit fluctuer entre ces deux limites. Au cours des années 1990, le taux plancher était constitué par le taux des appels d'offre à 7 jours qui était de 3.25% et le taux plafond qui était le taux des avances à 5 jours :

4.25%. Cependant, avec la persistance de la surliquidité, le taux interbancaire chutait souvent en deçà du taux plancher au cours de la période allant de 1999 à 2007. Comme la situation de surliquidité est devenue structurelle et donc le système bancaire était « hors banque », les retraits de liquidités sont devenus quasiment les seules techniques utilisées par la Banque Centrale. Aujourd'hui (avril 2009), le système est « en banque », le corridor change de limites, le taux d'intérêt des facilités de dépôt à 24 heures (2.25%) est devenu le taux plancher et le taux des avances à 24 heures (4.25%) le taux plafond. Quel est le mécanisme du corridor ?

- Une banque ayant un excédent de liquidités peut soit placer cet excédent au taux du marché interbancaire si celui-ci dépasse le taux plancher, si non elle pourra placer cette somme auprès de la Banque Centrale au taux plancher. Ainsi, Bank AL Maghrib pousse le taux interbancaire vers le haut, il ne peut baisser à moins de 2.25% (plancher).
- Une Banque ayant un besoin de liquidités ne peut emprunter sur le marché interbancaire qu'à un taux inférieur au taux plafond du moment qu'elle peut trouver les liquidités auprès de la Banque centrale au titre de l'avance à 24 heures au taux de 4.25%. Bank Al Maghrib encadre le taux au jour le jour du marché monétaire interbancaire entre le plancher et le plafond.

Dès lors, une question se pose : ce cadre correspond-il à une politique de taux de l'intérêt ou politique de la base monétaire ?

La politique de taux d'intérêt et la politique de base monétaire sont deux techniques d'intervention indirectes. Les Monétaristes, favorables à la politique de la base monétaire, considèrent que l'action par les taux d'intérêt ne peut avoir d'effet positif. Rappelons que pour les keynésiens, la politique expansive engendre la baisse du niveau des taux d'intérêt ce qui favorise la croissance. Chez les monétaristes, une telle politique, en augmentant la masse monétaire, peut avoir un effet transitoire sur les taux d'intérêt à la baisse mais en même temps un effet sur les prix qui augmentent (théorie quantitative de la monnaie).

Cette hausse des prix engendre à terme la hausse des taux d'intérêt. L'effet expansif est ainsi annulé. Il est donc préférable selon eux de fixer un objectif quantitatif de croissance monétaire et de le respecter. Quelles différences y a-t-il entre ces deux stratégies ?

Par ses interventions sur le marché interbancaire, la Banque Centrale ne peut pas décider en même temps de la quantité de monnaie centrale qu'elle émet et du taux d'intérêt du marché. Elle doit choisir entre deux types de stratégies :

- (i) fixer la quantité de monnaie et laisser le taux d'intérêt fluctuer, c'est la politique de base monétaire ;
- (ii) fixer le taux d'intérêt et alimenter alors le marché en liquidités pour réaliser l'objectif de taux ciblé, c'est la politique de taux d'intérêt.

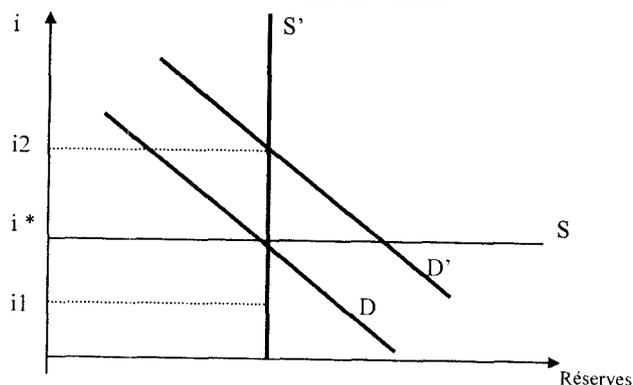
La banque doit choisir entre ces deux modalités mais elle ne peut pas les utiliser en même temps, du moins à court terme.

On peut représenter ainsi les deux stratégies (voir schéma ci-après). La demande de monnaie de l'économie influence la demande de monnaie centrale des banques qui est représentée par la droite D, elle est fonction du taux d'intérêt. L'offre de monnaie centrale est représentée par la droite S.

- Si la Banque Centrale applique une politique de taux d'intérêt, elle répond à la demande de monnaie centrale des banques au taux i^* qu'elle estime cohérent avec ses objectifs... Dans ce cas la droite d'offre de monnaie centrale est horizontale, elle montre que cette offre est élastique, elle dépend de la demande des banques. Le taux i^* est fixe et la quantité est variable ;
- Si la banque centrale décide de pratiquer une politique monétariste de règle monétaire et donc d'offrir un montant fixe de monnaie centrale qu'elle estime cohérent avec ses objectifs, elle laissera alors le taux d'intérêt fluctuer en fonction de la demande. Le taux d'intérêt peut passer de i^* à i_2 . Dans ce cas l'offre correspond à la droite verticale, elle est inélastique (S').

C'est cette dernière stratégie qui a été appliquée par P. Volker entre 1979 et 1982 aux Etats-Unis et qui a engendré la hausse des taux d'intérêt du marché monétaire qui ont même dépassé 20%.

Graphique 1 : L'équilibre du marché de monnaie centrale



Source: Duthil G. et Marois W. « Politiques économiques » ; Ellipses 1997, p : 88

La politique monétariste de base monétaire consiste à déterminer le montant des liquidités à injecter dans l'économie. L'offre de monnaie centrale est fixée, l'ajustement sur le marché s'opère par les variations des taux d'intérêt qui peuvent augmenter fortement. Cette politique repose sur le mécanisme du multiplicateur du crédit. Ainsi, dans le cas d'une restriction du volume de monnaie, la liquidité bancaire diminue et, par là, les crédits distribués. Un autre effet intervient par la voie de la gestion de portefeuilles des banques. En effet, comme les taux d'intérêt augmentent, le cours des titres diminue et les agents économiques y compris les banques sont poussés à vendre leurs titres ce qui diminue davantage l'offre de monnaie. Il faut remarquer que cette politique suppose également une stabilité du comportement des agents économiques, notamment en matière de demande de monnaie. Cependant, c'est l'instabilité de la demande de monnaie qui a poussé beaucoup de grandes Banques Centrales à délaisser cette politique de la norme de croissance monétaire.

La libéralisation financière s'est traduite par les innovations financières et la globalisation financière, ces deux phénomènes ont rendu la définition de la monnaie et de sa création plus complexe.

Le 67^{ème} rapport de la Banque des Règlements Internationaux de juin 1997 (p. 158) souligne à ce propos :

« Une stratégie reposant sur la fixation d'objectifs ne peut être efficace que s'il existe une relation stable entre la quantité cible et l'objectif final, tout au moins à moyen terme ; or, c'est précisément cette condition préalable qui s'est trouvée remise en cause par l'accélération des arbitrages financiers, notamment dans les années 80. La dégradation de cette relation jusqu'alors statistiquement stable s'explique par divers facteurs, les principaux ayant été les suivants : apparition de nouveaux instruments et techniques de paiement ; intensification de la concurrence ; redéfinition des limites entre les catégories d'institutions et d'activités financières ; ouverture accrue des économies aux mouvements de capitaux ; enfin, amélioration et élargissement de l'accès aux sources de crédit. L'évolution de l'environnement financier n'a pas seulement remis en cause l'utilité des objectifs monétaires mais a aussi progressivement renforcé le rôle des « prix » financiers, au sens large, pour la conduite de la politique. En tant qu'indicateurs des anticipations du marché, l'utilité potentielle de ce prix pour prédire les réactions des opérateurs ou les événements économiques a augmenté de pair avec l'expansion des marchés... A l'exception des pays où un engagement de change existe, les taux d'intérêt sont redevenus les « symboles » par excellence de la politique monétaire. »

Les propos de la BRI sont confirmés pour le cas des Etats-Unis d'Amérique, par J.E. Stiglitz qui considère que : « la FED a renoncé à cette politique (monétariste) axée sur l'offre de monnaie pour deux raisons. Premièrement, le taux d'inflation avait considérablement baissé, atteignant 3,8 % en 1982. Avec une inflation basse et une économie en récession, il était plus urgent de pratiquer une politique de relance que d'essayer de maîtriser l'inflation. Deuxièmement, il devenait de plus en plus manifeste que la vitesse de circulation de la monnaie n'était pas constante et que, du fait des changements rapides dans la structure des institutions financières, il était de moins en moins évident de définir correctement ce qu'était la monnaie. Plaider en faveur d'un accroissement de l'offre de monnaie à un rythme constant est une chose, mais, en pratique, cela concernait-il M1, M2 ou M3 ? De nos jours, les autorités monétaires gardent un œil à la fois sur

les taux d'intérêt et sur l'ensemble des indicateurs de l'offre de monnaie. Elles essaient également de trouver quelle signification globale attribuer à ces indicateurs, qui sont parfois contradictoires ».³

L'accélération de l'innovation financière a eu des répercussions un peu partout sur le statut des agrégats monétaires. Le Maroc n'a pas échappé à ce phénomène. Ainsi, en 1995 ont été lancés les OPCVM et les titres de créances négociables ce qui renforce les possibilités d'arbitrages entre dépôts bancaires et placements liquides et rend difficile l'évaluation de la création monétaire par les agrégats de monnaie. Les titres des OPCVM deviennent de proches substituts de la monnaie. De ce fait, les autorités monétaires ont décidé de remplacer l'agrégat cible (objectif intermédiaire de la politique monétaire). A partir de 1998, ce sera l'agrégat étroit M1, jugé plus stable qui sera suivi plutôt que M3. En 2006, Bank AL Maghrib reviendra encore une fois à l'agrégat M3 suite à une forte instabilité de M1, instabilité qui s'explique par les flux de devises générées par les opérations de privatisation, les recettes du tourisme et des transferts privés. Cette situation s'est traduite par une forte création monétaire en début d'année et des excédents de liquidités. La baisse du coût de détention d'encaissements a engendré des arbitrages opérés entre les placements à terme et les avoirs à vue contenus dans M1 ce qui a accru l'instabilité de cet agrégat. Au Maroc, la Banque Centrale continue de fixer une norme de croissance monétaire comme objectif intermédiaire.

Cependant, en 2006, année d'entrée en vigueur des nouveaux statuts, des changements sont introduits, on peut lire dans le rapport de la Banque pour l'exercice 2006 à la page 79 :

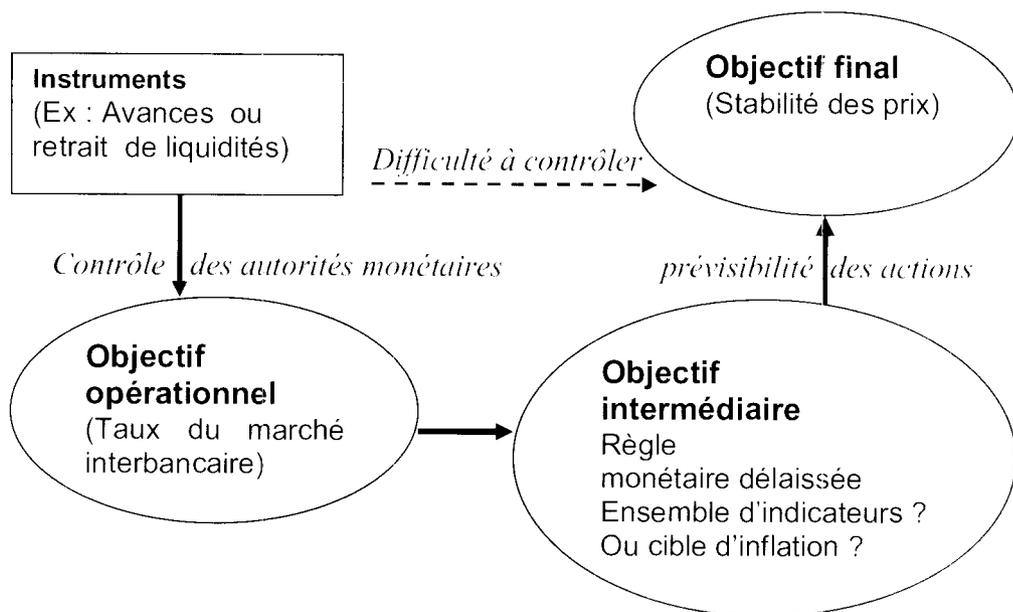
« Après avoir fondé, par le passé, son dispositif d'analyse sur le suivi des agrégats monétaires par rapport à une valeur de référence fixée en début d'exercice, la Banque a adopté une nouvelle approche qui permet à travers le suivi d'indicateurs relatifs, d'une part à la sphère réelle et, de l'autre, à la sphère financière, d'identifier les différents facteurs de pressions inflationnistes. Ces indicateurs sont analysés selon une optique prospective se traduisant par

³ J.E. Stiglitz - Principes d'économie moderne - De Boeck Université 2000. P : 645

l'élaboration de prévisions et l'établissement de la balance des risques pouvant affecter la stabilité des prix ».

Un effort est fourni dernièrement pour une meilleure estimation du taux d'inflation ex-post et ex ante. Bank Al Maghrib élabore un taux d'inflation sous-jacente à partir de l'indice du coût de la vie et cherche à mieux prévoir les pressions inflationnistes futures et donc le taux d'inflation ex ante dans la perspective de l'institution d'une stratégie de ciblage d'inflation.

Pour résumer, on peut dire que la politique monétaire marocaine a comme objectif final la stabilité des prix, l'objectif intermédiaire une norme de croissance monétaire (M3) qui tend à devenir en fait un simple indicateur et, comme objectif opérationnel, le niveau du taux du marché interbancaire que la Banque Centrale influence par la régulation du volume des liquidités. L'équilibre sur le marché se réalise par les quantités, le niveau des taux est quasiment stable. Bank al Maghrib cherche à atteindre un objectif quantitatif de façon très indicative. On peut dire qu'elle délaisse la politique de base monétaire au profit d'une politique de taux d'intérêt. Le graphique qui suit représente les relations entre instruments et objectifs de la politique monétaire au Maroc. Comme il est difficile d'atteindre l'objectif final à travers la manipulation des instruments, la banque centrale se fixe un objectif intermédiaire qu'elle influence à travers l'objectif opérationnel.



1.1.3- Réformes du cadre institutionnel

La décennie 1990 a connu le triomphe du modèle de banque centrale indépendante sur le modèle de banque centrale sous tutelle. Beaucoup de pays ont révisé les statuts de leur banque centrale pour accorder à celles-ci une plus grande autonomie vis-à-vis du gouvernement en matière de politique monétaire. Au Maroc, la première génération de réformes a concerné le cadre opérationnel. En 2006, a été lancée la deuxième génération avec la révision de la loi bancaire et des statuts de la Banque Centrale dans le but de renforcer la crédibilité de sa politique monétaire. Le volet communicationnel a, lui aussi, été concerné. Notons que les avis des économistes et des hommes politiques divergent quand à l'efficacité et à la nécessité de cette indépendance. Nous présenterons des éléments du débat concernant cette autonomie (1131) avant de voir le contenu de la réforme marocaine. (1132).

1.1.3.1- Débat autour de l'indépendance des Banques Centrales

A la lumière des analyses des anticipations rationnelles, la conception de la politique monétaire sera poussée vers le niveau

institutionnel et communicationnel. Toujours à la recherche de la stabilité des prix comme objectif ultime - dans un cadre caractérisé par le développement des marchés de capitaux et où l'information financière devient décisive - il s'avère nécessaire d'ancrer les anticipations des agents à travers les effets d'annonce et de signal. La crédibilité de la politique monétaire, qui suppose la transparence et la responsabilité, est désormais une qualité recherchée par toutes les banques centrales. Le but étant la lutte contre l'inflation par la réduction de ses causes liées aux interventions étatiques surtout en matière de création monétaire.

En effet, les gouvernements auront toujours tendance à utiliser le seignuriage pour financer les dépenses – ce qui est moins douloureux que l'impôt ou l'emprunt- pour relancer l'activité et l'emploi notamment pour se faire réélire. Il y a donc « un biais d'inflation » qu'il faut éviter en supprimant ses deux causes à savoir le seignuriage et l'incohérence temporelle.

L'hypothèse d'incohérence temporelle énoncée par F. Kydland et E. Prescott en 1977 souligne que le message des autorités monétaires n'est crédible aux yeux des agents économiques rationnels que s'ils sont assurés que ces dernières vont respecter dans le futur les engagements pris en matière de stabilité monétaire. Un tel engagement permet d'éviter toute incohérence temporelle d'où la nécessité d'assurer l'indépendance de la Banque Centrale ce qui permet d'éviter la tentative d'utilisation du seignuriage à des fins électorales. De même, l'indépendance permet d'éviter le laxisme envers l'inflation qui peut être recherché par le gouvernement dans le but de dévaloriser la dette publique. Il existerait donc une corrélation négative entre le degré d'indépendance et le taux d'inflation qui justifie l'autonomie de la Banque Centrale. Cependant, l'autonomie de la banque centrale ne doit pas être conçue comme la liberté totale d'action. Sa contrepartie est la responsabilité et la transparence. L'indépendance est une condition nécessaire pour assurer la stabilité des prix, mais la responsabilité est une condition nécessaire pour assurer le contrôle démocratique. La responsabilité de la banque centrale indépendante doit être assurée car celle-ci gère un bien commun à tous, et qui doit être stable, à savoir la monnaie. La stabilité monétaire permet d'ancrer les anticipations des agents et favorise l'activité économique et donc la croissance. Cette

autonomie a soulevé de nombreux débats théoriques que nous pouvons résumer ainsi :

Arguments pour l'autonomie de la Banque Centrale

1- Réduction du biais d'inflation : pour l'opinion publique aussi bien nationale qu'internationale l'autonomie est un gage de bonne gouvernance monétaire. Comme la monnaie est un bien commun, il est nécessaire que sa valeur soit stable pour permettre aux agents économiques d'agir dans un monde sans incertitude. L'autonomie réduit « le biais inflationniste » lié à l'utilisation par le gouvernement de la création monétaire pour financer le déficit budgétaire, elle renforce ainsi la crédibilité. La politique monétaire crédible peut exercer une influence à travers des signaux envoyés aux marchés. Ces signaux signifient l'existence d'effet d'annonce que la banque centrale peut exploiter désormais à travers le contenu informationnel de ses actions. Une Banque centrale crédible peut, à travers ses interventions, émettre des signaux aux marchés et ainsi influencer les anticipations dans le sens souhaité. La crédibilité ne peut se renforcer que par la responsabilité et la transparence.

2- l'autonomie de la banque centrale permet de mettre en place une sorte de quatrième pouvoir : le pouvoir monétaire qui réduit les prérogatives régaliennes du pouvoir exécutif et qui limite également l'arbitraire de l'usage du seigneurage coûteux en termes d'inflation. Dans ce sens, l'autonomie a des effets positifs sur l'apprentissage de la démocratie, elle a donc un rôle pédagogique à travers **un effet discipline** très bénéfique en matière de séparation des pouvoirs.

Arguments contre l'autonomie des banques centrales :

1- De nombreux chercheurs affirment que l'autonomie de la Banque centrale n'est pas une condition pour réaliser la stabilité des prix et que des politiques de désinflation ont connu le succès dans les années quatre vingt en l'absence de cette autonomie des banques centrales qui lie les mains du gouvernement et réduit les instruments d'action de la politique économique.

2- l'autonomie de la banque centrale risque de se traduire par des problèmes de coordinations des politiques économiques : (policy mix). Des contradictions entre la politique monétaire et la politique budgétaire peuvent

émerger, d'où la nécessité d'assurer une coordination de ces deux politiques. La banque centrale risque de privilégier la stabilité des prix au détriment des autres objectifs.

3- L'indépendance n'est pas une condition indispensable pour assurer la crédibilité de la politique monétaire et la stabilité des prix. D'autres facteurs peuvent jouer un rôle important comme la personnalité du gouverneur. La crédibilité ne se décrète pas, il ya lieu de distinguer indépendance de fait et indépendance de droit.

4- l'octroi de la responsabilité de la lutte contre l'inflation à la banque centrale risque de favoriser la persistance de déficit budgétaire structurel.

5- l'indépendance risque d'accorder une grande importance à la personnalité des banquiers centraux ce qui peut se traduire par l'incertitude et l'instabilité en cas de changement de ces responsables.

6- L'autonomie du pouvoir monétaire soulève un problème de *déni de démocratie* : si le gouvernement est choisi démocratiquement, c'est pour appliquer son propre programme et être jugé sur les résultats. De nos jours, l'action du gouvernement est réduite en matière budgétaire ; s'il est encore privé du pouvoir monétaire, sa marge de manœuvre sera très limitée.

Dans ce sens, S. Guillaumont Genneny affirme que :

« donner à la Banque centrale indépendante la mission prioritaire de défendre la valeur de la monnaie, c'est évidemment priver le gouvernement d'un instrument de politique économique⁴. Il ne lui est plus possible de recourir « au seigneurage », c'est-à-dire à la création monétaire pour financer les dépenses publiques. Il n'est pas toujours certain que dans une situation de déficit public et de niveau insoutenable de la dette publique, la diminution des dépenses publiques ou l'augmentation des impôts soit une solution meilleure que la création monétaire, autrement dit que le recours à la taxe d'inflation. D'autre part, l'indépendance de la Banque centrale risque d'entraîner une rigidité de la politique économique excessive face aux chocs externes auxquels sont soumises toutes les économies, en particulier les

⁴ S. Guillaumont Genneny - Monnaie et finance - Thémis, 1998, p : 10

petites économies. On risque alors d'avoir une mauvaise combinaison de la politique monétaire et de la politique budgétaire (policy-mix). ».

1.1.3.2- Contenu des réformes marocaines

Nous verrons dans un premier temps les réformes de la loi bancaire et dans un deuxième temps la réforme des statuts de Bank Al Maghrib.

A- Réformes de la loi bancaire

La réglementation bancaire a été adaptée au cadre de la libéralisation financière depuis la mise en application de la loi bancaire du 6 juillet 1993. Le 14 février 2006, une nouvelle loi bancaire basée sur celle de 1993 a été publiée dans le but d'accompagner les réformes introduites par les nouveaux statuts de Bank Al Maghrib. Les principaux apports de la loi bancaire du 14 février 2006 se résument ainsi :

- Extension du champ de contrôle de Bank Al Maghrib sur tous les établissements du crédit et certains organismes qui exercent des opérations à caractère bancaire tels que les services financiers de la poste, la CDG et la CCG, les associations de microcrédit, les banques off-shore.

La nouvelle loi a aussi conféré à la Banque le monopole en matière d'octroi d'agrément, de réglementation comptable et prudentielle, ainsi que la gestion des difficultés des établissements de crédit.

- Réorganisation des organes consultatifs et redéfinition de leurs attributions. Le Conseil National du Crédit et de l'Épargne se substitue au CNME. Cet organe étudie toute question intéressant l'épargne et l'activité des établissements de crédit. Son avis n'est plus requis sur les questions de politique monétaire et de réglementation prudentielle.
- Renforcement des attributions de la Commission de Discipline des Etablissements de Crédit qui a vu sa composition élargie par l'adjonction d'un deuxième magistrat.

- Elargissement de la contribution des commissaires aux comptes au contrôle des établissements de crédit et renforcement des moyens de contrôle consolidés de groupes bancaires...

1.1.3.2- Réforme des statuts de Bank Al Maghrib

En 2006, le Maroc a procédé à la révision des statuts de sa Banque Centrale dans le sens d'une plus grande autonomie dans le but de renforcer la crédibilité de la politique monétaire.

Nous présenterons le contenu des nouveaux statuts d'autonomie de la banque centrale au Maroc avant de voir les limites de cette autonomie.

A- Nouveaux statuts et indépendance de Bank Al Maghrib

En 2006 ont été publiés les nouveaux statuts de Bank Al Maghrib (loi n° 76- 03) dans le but d'instaurer l'autonomie de la Banque Centrale avec un renforcement de sa responsabilité et une plus grande transparence de son action.

Avant l'entrée en vigueur des nouveaux statuts de 2006, la banque centrale était régie par les statuts de 1959. A l'instar des autres pays, le Maroc avait une banque centrale sous tutelle. On qualifiait d'autorité monétaire au Maroc le ministère des finances et la banque centrale. Cette combinaison a une grande signification.

En effet, le gouvernement et surtout le ministère des finances occupait une place de premier plan en matière d'activité de la banque centrale et donc de la politique monétaire et ce, à au moins trois niveaux :

- la présence dans les instances de direction de la banque et donc en matière de son activité, de la nomination de ses responsables...
- l'intervention en matière des décisions de politique monétaire, de crédit, d'épargne et de financement de toute nature. Les taux d'intérêt étaient d'ailleurs administrés et fixés par arrêté du ministre des finances ;

- le contrôle de l'activité de la banque qui relevait d'instance sous contrôle du ministère des finances : les censeurs et le commissaire du gouvernement.

Les nouveaux statuts vont marquer une avancée notable dans le sens de l'autonomie de la banque centrale. On peut appréhender cette autonomie à travers quatre niveaux : organique, fonctionnel, financier et communicationnel.

1- au niveau organique (institutionnel) : Ici, l'autonomie est liée à certains critères, on peut en citer quatre :

a- La gouvernance de la Banque Centrale :

- L'autonomie est liée essentiellement au mode de nomination des dirigeants de la banque centrale. Pour assurer une autonomie par rapport à l'équipe au gouvernement, la nomination doit faire intervenir plusieurs autorités avec un mandat qui soit d'une durée suffisante, non renouvelable, et généralement différente de celle du gouvernement. Le but est d'éviter que ces responsables ne subissent l'influence allant dans le sens d'un financement monétaire du déficit budgétaire notamment en période électorale. En effet, les décisions des Banques Centrales doivent être collégiales et ne doivent pas subir d'influence du gouvernement.
- Un autre critère permettant de renforcer la crédibilité, c'est la nomination d'un gouverneur qui soit hostile à l'inflation. Au Maroc, le gouverneur de la Banque Centrale n'est pas nommé parmi les membres de la majorité au gouvernement, son mandat est différent de celui du gouvernement. Il administre et dirige la Banque. L'article 40 des statuts annonce que le Gouverneur est nommé par Dahir Royal, dans les conditions prévues par l'article 30 de la Constitution. Il en est de même pour le vice-gouverneur (voir Article 44 des statuts).
- Les décisions de politique monétaire sont collégiales, elles sont prises dans le cadre d'un autre organe important qui est le Conseil de la Banque chargé, entre autres, de déterminer les objectifs quantitatifs de la politique monétaire. Pour assurer une plus grande

indépendance, cet organe ne comprend parmi ses membres qu'un seul représentant du gouvernement : le Directeur du Trésor et des finances extérieures mais ce dernier ne prend pas part au vote des décisions de politique monétaire (Article 38).

Il faut cependant remarquer que le Conseil de la Banque ne s'occupe que de la politique monétaire car les questions relatives au crédit et à l'épargne sont du ressort d'un autre organe : le Conseil National du Crédit et de l'Épargne (CNCE) qui s'est substitué au CNME (Conseil National de la Monnaie et de l'Épargne). Le CNCE est présidé par le ministre des finances et comprend outre le gouverneur de Bank Al Maghrib, un représentant du premier ministre, le haut commissaire au plan, le secrétaire général du ministère des finances...

b- La rémunération des responsables de la Banque Centrale :

C'est là un autre volet de l'autonomie organique. La rémunération des responsables de la banque centrale ne doit pas être décidée par le gouvernement pour éviter toute influence sur l'autonomie du pouvoir monétaire. Des propositions plus libérales vont même jusqu'à lier cette rémunération aux résultats de la lutte contre l'inflation.

Les statuts de 2006 stipulent que la rémunération aussi bien du gouverneur que du vice- gouverneur est fixée par **décret** ; or, le décret au Maroc est signé par le premier ministre et contresigné par le ministre de tutelle concerné, ici ce sera le ministre des finances.

c- la responsabilité du gouverneur de la Banque Centrale :

Celui-ci doit être responsable devant une autorité. Si la banque centrale est totalement libre, il y aurait un déficit de contrôle nécessaire dans un cadre démocratique. On peut penser à soumettre la banque centrale au contrôle du parlement ; or, même le parlement peut être lié au gouvernement dans la mesure où c'est la majorité parlementaire qui le constitue. On pense en général à la responsabilité devant l'opinion publique notamment en matière de lutte contre l'inflation.

Au Maroc, à côté de la responsabilité devant le Roi qui nomme les hauts fonctionnaires de l'Etat, la version originale des statuts de 2006

prévoyait un article 58 qui stipulait que *le gouverneur peut être appelé à s'expliquer devant les commissions permanentes du parlement chargées des finances soit à la demande de ces commissions soit à sa demande.*

Cependant, le conseil constitutionnel a jugé cet article non-conforme à la constitution et l'a supprimé. Les statuts ont été mis en application sans contenu de l'article 58 en attente de sa refonte. (voir préambule des statuts et art. 58).

d- Le contrôle de l'activité de la Banque :

Le contrôle de l'activité d'une banque centrale indépendante doit être externe. A ce niveau, les nouveaux statuts ont observé une avancée par rapport aux statuts de 1959. En effet, le contrôle comptable de la Banque Centrale exercé jadis par des censeurs internes est confié désormais à des commissaires aux comptes externes à côté du commissaire du gouvernement.

2- Au niveau fonctionnel (opérationnel):

La mission principale d'une Banque Centrale indépendante est de concevoir et mettre en application la politique monétaire qui relève de sa responsabilité exclusive avec comme objectif final la stabilité des prix.

Dans ce sens, l'article 6 des nouveaux statuts stipule : *« dans le but d'assurer la stabilité des prix, la Banque arrête et met en œuvre les instruments de la politique monétaire... »*

et il ajoute : *sans préjudice de l'objectif de la stabilité des prix arrêté en concertation avec le ministre chargé des finances, la Banque accomplit sa mission dans le cadre de la politique économique et financière du gouvernement.*

L'article 25 délimite les opérations prévues en vue d'injecter ou de retirer des liquidités du marché monétaire, il stipule que la Banque peut effectuer *... toutes opérations d'achat et de vente fermes, d'escompte et de pensions de titres. Ces opérations ne peuvent porter que sur des titres de créances négociables publics et privés libellés en monnaie nationale.....*

3- Au niveau financier (financement du déficit budgétaire) :

L'article 27 annonce que la Banque ne peut accorder des concours financiers à l'Etat, ni se porter garante d'engagements contractés par lui, que sous forme de facilité de caisse... La facilité de caisse est limitée à cinq pour cent des recettes fiscales réalisées au cours de l'année budgétaire écoulée.

La durée totale d'utilisation de cette facilité ne peut excéder 120 jours, consécutifs ou non, au cours d'une année budgétaire.

Les montants effectivement utilisés au titre de cette facilité sont rémunérés au taux de base de refinancement des banques auprès de Bank Al Maghrib.

La Banque peut suspendre l'utilisation de cette facilité lorsque la situation du marché monétaire le justifie...

Ici, on doit souligner une avance notable des statuts en matière d'autonomie de la banque centrale par rapport au financement des besoins du Trésor. Il reste à savoir si cette autonomie sera effective dans les faits en cas de besoin.

4- Au niveau de la transparence et de la communication

Pour renforcer la transparence de son action, Bank Al Maghrib améliore sa communication. Dans ce cadre, elle a créé un Comité Consultatif de la communication externe. A la suite de chaque réunion du conseil, la Banque publie un communiqué de presse pour annoncer et expliquer les mesures prises dans le domaine de la politique monétaire. Un rapport sur la politique monétaire est publié dix jours après la réunion du conseil. Une rencontre annuelle du gouverneur avec la presse est également organisée. En matière de publications, la Banque met à la disposition du public un ensemble de documents périodiques : annuels, trimestriels ou mensuels... On peut citer :

- le Rapport annuel d'activité de la Banque centrale ;
- le Rapport annuel sur le contrôle et l'activité des établissements de crédit ;

- le Rapport trimestriel de la politique monétaire ;
- le Bulletin trimestriel comportant les statistiques économiques, monétaires et financières ...

5- Autres apports des nouveaux statuts :

- (i) la clarification des attributions du gouvernement et de la Banque centrale en matière de politique de change.
- (ii) Le désengagement de Bank Al Maghrib du capital des établissements de crédit et son retrait de leur instance d'administration, le but étant de supprimer les incompatibilités entre sa fonction de supervision et sa présence dans ces établissements.
- (iii) la Banque Centrale aura également la responsabilité en matière d'octroi d'agrément et de réglementation comptable et prudentielle, ainsi qu'en matière de gestion des difficultés des établissements de crédit.

B- Limites de l'autonomie de Bank Al Maghrib

Nous verrons les limites liées aux statuts avant de présenter les limites d'ordre global.

1- En matière de gouvernance de la banque

- la responsabilité démocratique des dirigeants de la Banque Centrale notamment devant le parlement (Article 58 des statuts) n'est toujours pas précisée du moins jusqu'en avril 2009.

Sur ce point, il n'ya pas unanimité des points de vue. La question est de savoir s'il faut ou non assujettir le pouvoir monétaire au pouvoir législatif. Une réponse positive conduirait à soumettre les décisions de la banque centrale, censée être indépendante du gouvernement, à la majorité parlementaire ayant constitué ce gouvernement. Une réponse négative, prive les représentants de la population de contrôler le sort d'un bien commun à toute la population : la monnaie.

Nous pensons qu'il est souhaitable que le gouverneur puisse expliquer sa politique devant les commissions du parlement sans la soumettre au vote du parlement. Une telle pratique peut renforcer la transparence nécessaire sans engendrer la tutelle.

- la rémunération du gouverneur et du vice-gouverneur fixée par **décret** (article 40) ; or, le décret est signé par le premier ministre et contresigné par le ministre concerné, dans ce cas, c'est le ministre des finances. Cette situation laisse un biais quand à l'autonomie des responsables de la Banque, il ya un risque potentiel d'influence du gouvernement sur la Banque centrale.

2- En matière de décision de politique monétaire :

Les nouveaux statuts ont marqué une avancée notable en matière d'autonomie de la politique monétaire. Bank Al maghrib dispose de l'autonomie en matière de mise en œuvre de la politique monétaire. Elle a la liberté de déterminer les instruments de cette politique. Cependant, elle fixe l'objectif final de stabilité des prix en concertation avec le ministère des finances.

Il reste à souligner que les attributions du Conseil National du Crédit et de l'Épargne (CNCE) soulèvent des questions. En effet, le Conseil de la banque ne s'occupe que de la politique monétaire, les questions relatives au crédit et à l'épargne sont du ressort du CNCE. Ce dernier est présidé par le ministre des finances et comprend, outre le gouverneur de Bank Al Maghrib, un représentant du premier ministre, le haut commissaire au plan, le secrétaire général du ministère des finances... On remarque la forte représentativité du gouvernement en matière de décisions relatives au crédit et à l'épargne.

Une grande question se pose dans ce cadre, ces questions de crédit et d'épargne ne font-elle pas partie des questions monétaires ? N'y a-t-il pas d'influence du crédit et de l'épargne sur la monnaie ?

C'est une évidence de rappeler qu'une bonne partie de l'épargne est une composante de la masse monétaire et que le crédit en est une contrepartie. Le rôle de la banque centrale risque d'être limité. Les questions de la monnaie, de l'épargne et du crédit doivent nécessairement être liées.

3- En matière d'objectif de la politique monétaire

Selon les auteurs de la Nouvelle Ecole Classique, qui suggèrent l'autonomie de la banque centrale, la politique monétaire doit se limiter à assurer la stabilité monétaire sans se soucier des problèmes d'emploi et de croissance ; or, au Maroc, (en 2009) le taux de chômage est de 9% et le taux d'utilisation des capacités de production tourne autour de 70%. Le taux d'inflation est faible depuis 1996 sans que l'on ait une banque centrale indépendante.

Est-il nécessaire de continuer à avoir comme objectif final exclusif la lutte contre l'inflation au moment où, suite à la crise actuelle (2008-2009), toutes les banques centrales ont délaissé l'orthodoxie pour accompagner les mesures anticrise ? Les taux directeurs des principales banques centrales tourne autour de 1% (BCE : 1.25% en avril 2009) pendant que Bank al Maghrib continue de fixer un taux directeur de 3.25% (mars 2009), l'un des plus élevé !

C'est dans ce sens, que va l'intervention du gouverneur de la banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest : Charles Konan Banny ⁵ en parlant de la politique monétaire dans les pays en développement : « Si nos missions sont les mêmes, les banques centrales des pays en développement ont des missions spécifiques... nous avons, en effet, un rôle à jouer dans le processus éminemment structurel du développement, c'est-à-dire dans la transformation des structures de l'économie, ce qui, dans une certaine mesure, n'est pas tout à fait le cas dans les pays développés ».

4- En matière de coordination des politiques économiques :

Les opérations de lancement et de remboursement des emprunts du Trésor ainsi que les opérations de privatisation ont une grande influence sur la liquidité bancaire, il y a donc lieu de renforcer la coopération entre la politique budgétaire et la politique monétaire pour éviter les effets négatifs de l'absence des contradictions entre ces politiques. Dans ce sens, le gouverneur de la Banque de réserve de l'Inde, Jalan Bimal, a annoncé :

⁵ Charles Konan Banny : Intervention dans le colloque : « Indépendance et responsabilité » organisé par la Banque de France à l'occasion de son bicentenaire le 30 mai 2000.

« Dans les pays en développement, la relation d'une banque centrale avec le gouvernement est complexe en raison de la multiplicité des objectifs que l'opinion publique s'attend à voir poursuivis par les responsables... Le fait est que la population, ou l'opinion publique,... attend beaucoup plus des autorités dans le domaine économique que celle des nations développées... ce qui rend la relation entre l'Etat et l'autorité monétaire plus complexe... Les banques centrales ne peuvent, de fait, travailler de manière isolée par rapport à l'Etat, tout particulièrement quand il ya conflit entre la poursuite d'un objectif monétaire étroit et celle d'objectifs économiques plus vastes »⁶.

5- En matière de traditions démocratique :

Une véritable autonomie de la Banque Centrale suppose l'existence de traditions démocratiques à travers lesquelles des pouvoirs séparés coexistent, se contrôlent et se renforcent mutuellement. Selon F. Mishkin, l'autonomie convient aux pays à structure de pouvoir décentralisée du type des Etats-Unis, de la Suissece qui n'est pas le cas du Maroc qui est un pays où la structure du pouvoir est très centralisée. De plus, si l'on assimile cette autonomie à celle de la Justice, l'on devra s'interroger sur sa portée dans les pays en développement où la séparation des pouvoirs n'est souvent que théorique et où le pouvoir exécutif est omnipotent, il est difficile d'imaginer une Banque Centrale non assujettie à sa volonté.

En conclusion, on peut considérer qu'une banque centrale plus autonome ne peut que favoriser la décentralisation du pouvoir et réduire les prérogatives régaliennes. La monnaie est un bien commun, il constitue le nerf de l'activité économique, sa valeur ne peut pas dépendre de la bonne volonté du gouvernement dont le but est de se faire réélire. Au Maroc, l'autonomie doit permettre à la banque centrale de bénéficier de sa situation pour renforcer son rôle par la mise en application d'une politique monétaire plus active allant dans le sens de la stabilité des prix mais également de la

⁶ Jalan Bimal : Intervention dans le colloque : « Indépendance et responsabilité » organisé par la Banque de France à l'occasion de son bicentenaire le 30 mai 2000,

croissance et de l'emploi. Enfin, il nous semble que cette expérience ne peut être qu'un pas dans la voie de la recherche d'une véritable autonomie du pouvoir monétaire qui ne peut exister sans véritable démocratie. Enfin, l'indépendance de la Banque Centrale ne peut être une réalité que dans un cadre supranational. Une « Banque Centrale Maghrébine », avec une monnaie unique pour les pays du Maghreb peut avoir, à l'instar de la BCE, une plus grande autonomie.

1.2- Evaluation de la politique monétaire du Maroc

Nous présenterons une évaluation de la politique monétaire au Maroc à travers une analyse de ses résultats dans un premier temps (1.2.1). Dans un deuxième temps nous aborderons ses limites (1.2.2).

1.2.1- Résultats de la politique monétaire

Il est difficile d'effectuer une évaluation de la politique monétaire marocaine étant entendu que le cadre opérationnel change constamment et le cadre institutionnel vient d'être révisé radicalement. Nous aborderons les résultats à travers certains indicateurs qui sont : l'objectif monétaire et le taux d'inflation ; le taux du marché interbancaire et les taux d'intervention de la Banque Centrale enfin l'évolution du niveau de taux d'intérêt réel.

1.2.1.1- Objectif monétaire et stabilité des prix

Le tableau ci-après présente l'évolution de l'objectif monétaire au Maroc et des réalisations. On doit tout de même souligner qu'il est difficile d'entamer une étude quantitative sur ces chiffres étant donné les changements fréquents de l'agrégat cible (passage de M3 à M1 et retour à M3).

Années	Objectif monétaire (O)	Réalisation (R)	Ecart monétaire (R- O min) ¹⁷	Taux d'inflation	Taux d'inflation sous-jacente
1994	8.00% à 10.00% (M3)	10.20%	4.20%	5.10%	
1995	5.00% à 7.00% (M3)	7.00 %	2.00%	6.10%	
1996	7.00% (M3)	6.60%	- 0.40%	3.00%	
1997	7.00% (M3)	8.10%	1.10%	1.00%	
1998	8.00% (M3)	6.00%	- 2.00%	2.70%	
1999	7.00% à 8.00% (M1)	11.50%	4.50%	0.70%	
2000	6.00% à 7.00% (M1)	8.20%	2.20%	1.90%	
2001	9.00% à 10.00 % (M1)	15.90%	6.90%	0.60%	
2002	6.50% à 7.50% (M1)	9.00%	2.50%	2.80%	
2003	7.50% à 8.50% (M1)	9.60%	2.10%	1.20%	
2004	6.50% à 7.50% (M1)	9.70%	3.20%	1.50%	1.30%
2005	6.50% à 7.50% (M1)	14.80%	8.30%	1.00%	1.60%
2006	7.50% à 8.50% (M3)	17.00%	9.50%	3.30%	3.10%
2007 ⁸		16.00%		2.00%	1.70%

Source : tableau élaboré à partir des données de Bank Al Maghrib

On peut remarquer que l'inflation au Maroc n'a pas forcément une origine exclusivement monétaire. Le taux d'inflation est faible depuis 1996 malgré l'importance de l'écart monétaire comme c'est le cas en 1999, 2001, 2005, 2006 et 2007.

Le lien entre l'écart monétaire de l'année N-1 et l'inflation de l'année N est faible. En effet, avec les innovations financières, la variation des agrégats de monnaie dans le sens de la croissance n'est pas forcément synonyme de création monétaire. La valeur informationnelle de ces agrégats de monnaie est limitée. On remarque la faible liaison entre la hausse de la masse monétaire en 2006 et 2007 (M3 croît de 17% et 16%) et le taux d'inflation de 2007 est 2% seulement. **Le faible taux d'inflation ne peut être attribué aux résultats de la politique monétaire uniquement.**

⁷ L'écart monétaire est ici calculé par la différence entre la réalisation de croissance de l'agrégat-cible et la limite inférieure de l'objectif de croissance du même agrégat.

⁸ A partir de 2007, BAM ne fixe plus d'objectif monétaire (voir p : 14 ou rapport annuel de 2007).

1.2.1.2- Taux interbancaire et taux d'intervention de Bank Al Maghrib

Entre 1999 et 2007 le Maroc a connu une phase de surliquidités du marché monétaire qui s'est traduite d'abord par la chute du taux interbancaire. Le système bancaire était « hors banque ». Au début, Bank Al Maghrib fixait deux limites au taux du marché : un plafond constitué par le taux des avances à 24h fixé jusqu'en 2008 à 4.25% et un plancher constitué par le taux des avances à 7 jours de 3.25%. Avec la persistance des surliquidités, le taux du marché tournait autour de 2%, il était souvent inférieur au taux plancher. Aucune influence de la politique monétaire n'était possible étant entendu que les banques se finançaient exclusivement sur le marché.

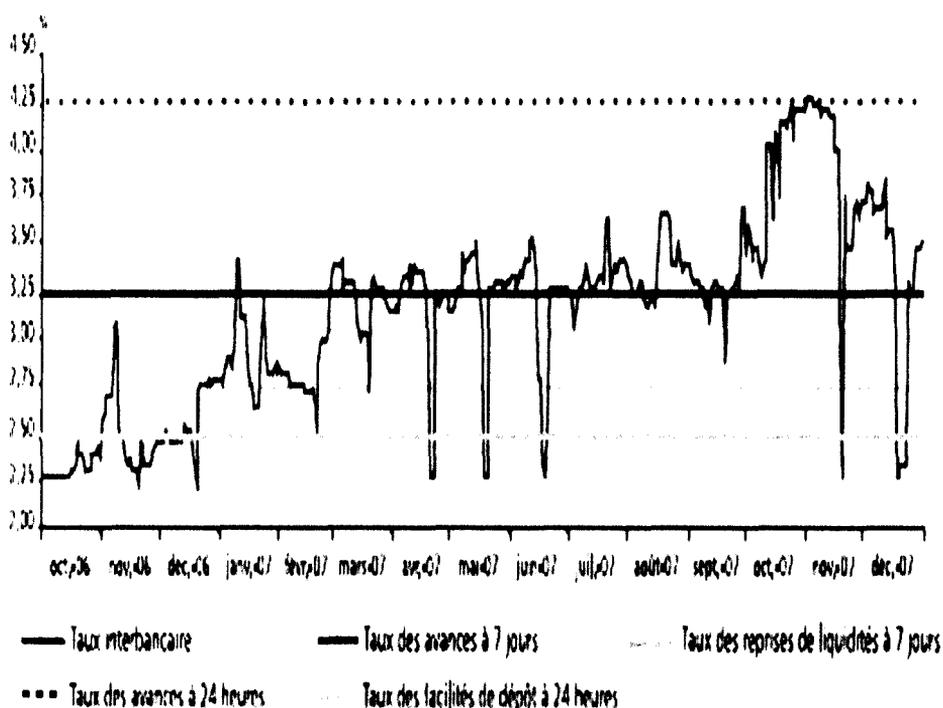
Cette situation a poussé Bank Al Maghrib à réviser sa stratégie, elle a institué les techniques de reprise des liquidités et a fait du taux de facilités de dépôt pour 24h le nouveau taux plancher. Désormais, le taux du marché interbancaire fluctue à l'intérieur d'**un corridor** constitué, par le taux des facilités de dépôt à 24h et le taux des avances à 24h comme plafond et qui sont, à partir du 24 mars 2009, successivement de 2.25% et de 4.25%.

Le graphe ci-après et le tableau montrent la liaison entre les différents taux d'intervention de Bank Al Maghrib et le taux du marché interbancaire. On remarque ainsi que le taux du marché interbancaire est bel et bien maintenu à l'intérieur du corridor, sauf au cours de l'année 2001 où, suite à la surliquidité, le système est passé « hors banque » et le taux du marché avait chuté passant en dessous du plancher.

Au cours de ces dernières années le taux du marché est maintenu entre le plancher et le plafond. Depuis février 2007, la situation de surliquidité s'est estompée comme le montrent les annexes, la banque centrale a repris le refinancement des banques à travers les techniques d'injections de liquidités. Dans tous les cas, et comme en 2006, le taux au jour le jour a fluctué en 2007 à l'intérieur du corridor. C'est également le cas en 2008 et au premier semestre 2009.

A ce niveau, nous pouvons dire que Bank Al Maghrib réalise son objectif opérationnel. Cet objectif apparaît cependant comme seule finalité de Bank Al Maghrib dans la mesure où sa stratégie se limite à réguler les liquidités bancaires à travers des opérations d'injection ou de retrait de liquidités sans impact sur l'usage que font les banques de ces fonds. La politique monétaire de Bank Al Maghrib est ainsi une politique passive.

Taux Interbancaire et taux des Interventions de Bank Al-Maghrib (données quotidiennes)



Le tableau qui suit montre bien le maintien du taux interbancaire à l'intérieur du corridor sauf en 2001. Il faut signaler qu'en 2008, la banque avait augmenté ses taux pour faire prévenir l'inflation, le taux directeur est passé à 3.5%. Ce risque diminue en 2009, la banque a ramené son taux à

3.25% et les limites du corridor à 2.25% et 4.25% à partir du 24 mars 2009. On doit signaler que ce niveau de taux est très élevé dans la conjoncture actuelle de crise financière.

Années	Taux directeur en décembre	Taux plafond Du corridor Avancées à 24h En décembre	Taux plancher du corridor Facilités de dépôt à 24h En décembre	Taux du marché interbancaire En fin de mois décembre	Taux du marché interbancaire Taux moyen en décembre
1995	7	12		8	7.7
1996	6.5	12		6.52	6.85
1997	6.5	12		6.74	6.69
1998	6	11.5		6.15	6.57
1999	5.5	10.5 - 12.5	4.5	5.29	4.26
2000	5	10.5 - 12.5	4.5	6.32	5.35
2001	4.75	9.25 - 11.25	4.5- 4.70	2.78	3.23
2002	3.75	8.25 - 10.25	2.5	3.29	2.94
2003	3.25	4.25	2.25	3.04	3.15
2004	3.25	4.25	2.25	2.27	2.32
2005	3.25	4.25	2.25	2.26	2.4
2006	3.25	4.25	2.25	2.77	2.55
2007	3.25	4.25	2.25	3.50	3.52
2008	3.50	4.50	2.50	3.56	3.57
2009*	3.25	4.25	2.25		

Source : tableau élaboré à partir des données de BAM

1.2.1.3- le niveau des taux d'intérêt réels

L'un des objectifs de la libéralisation financière est de libéraliser les taux d'intérêt afin de dégager des taux d'intérêt réels positifs à même de favoriser l'épargne et d'assurer un accroissement quantitatif et qualitatif de l'investissement. Cependant, on remarque ces dernières années que le niveau des taux d'intérêt créditeurs réels est très faible, il est même parfois négatif comme c'était le cas sous le régime de répression financière. Ainsi, comme le taux d'inflation est de 2% en 2007 (3, 3% en 2006), le faible niveau des taux créditeurs réels fait que les objectifs des réformes est loin d'être atteint.

Le tableau qui suit montre quelques exemples de cette faiblesse des taux réels.

Valeur en 2007	Taux d'intérêt nominal	Taux d'intérêt réel
Comptes sur carnet bancaires	2.41%	0.41%
Compte sur livret à la CEN	1.20%	- 0.80%
Taux moyen pondéré des dépôts A 1 an chez les banques	3.7%	1.7%

Tableau élaboré à partir des données de Bank al maghrib – Bulletin trimestriel – sept. 2007

1.2.2- Limites de la politique monétaire au Maroc

Au Maroc, la Banque Centrale pratique une politique indirecte d'action sur la liquidité bancaire. Elle fixe le taux directeur et cherche à travers ses interventions : injection ou retrait de liquidités à encadrer le taux du marché interbancaire - maintien à l'intérieur d'un corridor - qu'elle veut piloter en fonction de ses objectifs.

- En cas de surliquidité, comme pour la période qui va de 2001 à 2007, le système bancaire « hors banque ». Les interventions de la Banque Centrale sont limitées, les banques peuvent se refinancer à un taux de marché interbancaire plus bas que son taux de refinancement. Ce fût le cas lors de la baisse du taux directeur à 3.25% le 26 décembre 2002, baisse n'avait pas d'effet. Dans ce cas, la banque centrale assure des retraits de liquidités à travers lesquels elle cherche à réguler la liquidité bancaire en « stérilisant » les excédents. Nous pensons que cette stratégie aggrave la surliquidité. Les liquidités ne sont « gelées » que pour 24 heures ou 7 jours, pour être réinjectées, amplifiées d'intérêts, nous assistons là à **un effet boule de neige**.
- En cas de déficit de liquidités, notamment depuis février 2007, le système est « en banque ». La Banque Centrale pratique les avances à 7 jours (qui constituent plus de 80% des injections de liquidités), suivie des swaps de change et des avances à 24h. Ces modalités ont été instituées pour permettre aux banques de disposer

d'une source permanente de refinancement. Dans tous les cas, retrait ou injection de liquidités, la Banque Centrale pratique une **politique passive de régulation de la liquidité** du marché interbancaire sans effet sur l'affectation de ses fonds par les banques. Les techniques d'avances à 7 jours ou à 24h ainsi que la baisse du taux de la réserve monétaire ne donnent lieu à aucune supervision de la part de la Banque Centrale. Nous avons là **un risque** en matière de gestion bancaire. C'est une imprudence qui rappelle les causes de la crise financière. Les banques peuvent favoriser les emplois improductifs voir spéculatifs au détriment des secteurs productifs.

En matière de niveau des taux, en fixant un plancher de 2.25% au taux du marché, Bank Al Mafghrib ne favorise pas la baisse des taux d'intérêt. Son taux directeur est élevé dans le contexte actuel de récession et de chômage.

Enfin, en matière d'objectifs de la politique monétaire : (i) l'objectif opérationnel : le taux du marché interbancaire est maintenu à l'intérieur du corridor; (ii) l'objectif intermédiaire : l'agrégat – cible qui était constamment modifié vient d'être délaissé en 2006. (iii) L'objectif final : malgré la croissance importante des agrégats de monnaie le taux d'inflation est faible au Maroc. La stabilité des prix ne semble pas être le fruit de la politique monétaire.

Conclusion de la première partie

La première partie de ce travail a présenté l'évolution des réformes de modernisation de la politique monétaire au Maroc dans le cadre de la libéralisation financière. Deux vagues de réformes ont été soulignées :

1- la première vague de réformes s'est traduite par le remplacement des instruments de contrôle direct, considérés comme source d'inefficacité, par les instruments indirects. Bank al Maghrib dispose d'un cadre opérationnel dont le rôle se limite à la régulation de la liquidité bancaire.

- En cas de besoin de liquidités, l'intervention dans le sens du refinancement des banques présente des insuffisances en raison du manque d'impact sur l'usage bancaire de ces fonds. Il y a là un

manque d'efficacité économique et un risque potentiel d'encouragement des pratiques spéculatives.

- En cas de surliquidités, les techniques de reprises de liquidité ont des effets pervers, liés à un effet boule de neige qui amplifie la surliquidité ;
- la technique de la réserve monétaire présente elle aussi des limites proches de celles des avances de liquidités. La baisse de son taux, comme c'est le cas en 2008 et en 2009 , permet de répondre à un besoin structurel de liquidités bancaires. Cependant, même dans ce cas, la Banque Centrale n'a pas d'impact sur l'usage des liquidités dégagées.
- Le taux directeur est élevé malgré la conjoncture de crise actuelle avec faible inflation. Cette situation peut justifier une politique favorisant la baisse des taux d'intérêt .

2- la deuxième vague de réformes s'est traduite par la révision des statuts de Bank Al Maghrib. Les nouveaux statuts renforcent l'autonomie organique et fonctionnelle et la transparence mais ils soulèvent des questions. La rémunération du gouverneur et du vice gouverneur est fixée par **décret** ce qui laisse un biais. La responsabilité démocratique n'est pas précisée.

Malgré les réformes, la politique monétaire reste passive et a des effets pervers. Elle se limite à réguler les liquidités bancaires sans impact sur leur usage. La réussite en matière d'inflation au Maroc ne peut être attribuée à la politique monétaire et la réussite d'une politique monétaire ne peut être mesurée uniquement par le maintien du taux du marché interbancaire entre les limites du corridor. La deuxième partie va explorer les voies permettant de montrer que la politique monétaire marocaine est perfectible.

II– Conditions d’efficacité de la politique monétaire

Introduction

Depuis le début de la décennie 1990, comme la marge de manœuvre des politiques budgétaires se trouve limitée, la politique monétaire est progressivement devenue la principale composante des politiques économiques. Ses moyens d’action sont réduits mais ses effets sont importants. Avec la crise financière de 2008-2009, les Banques Centrales ont en général repris, un rôle actif de soutien de l’activité et de l’emploi en ramenant les taux directeurs à des niveaux très bas (au tour de 1%). Leur action ne se limite pas à la recherche exclusive de la stabilité des prix.

Au Maroc, la Banque Centrale est appelée à jouer un rôle central comme dans le reste des pays, la pratique d’une politique active est indispensable pour la régulation monétaire et pour favoriser la croissance économique. La politique monétaire doit, comme ailleurs, être très pragmatique et éclectique.

Nous verrons dans un premier temps, à travers une confrontation entre la théorie des canaux de transmission monétaire et la réalité marocaine, quels sont les canaux de transmission des impulsions monétaires à l’économie réelle les plus féconds (2.1). Dans un deuxième temps, nous présenterons les voies possibles que permettent les cadres institutionnel et instrumental de la politique monétaire marocaine (2.2).

2.1- Canaux de transmission monétaire et contexte marocain

La politique monétaire actuelle agit dans un cadre complexe et incertain. La monnaie n’est plus définie de façon claire, le crédit désencadré, les taux d’intérêt libres et flexibles, les mouvements de capitaux internationaux déréglementés... L’action des Banques Centrales devient de plus en plus délicate, elles doivent faire face au paradoxe de la réduction de leurs instruments d’intervention et du renforcement de leur responsabilité. De plus, il est difficile d’appréhender les effets de leur intervention. Comment dans ce nouveau contexte la politique monétaire marocaine peut-elle influencer sur l’économie réelle ?

La théorie économique distingue plusieurs canaux de transmission dont deux canaux nous semblent efficaces dans le cas de l'économie marocaine.

2.1.1- Canal du taux d'intérêt (ou canal monétaire)

C'est le canal le plus classique, il présente l'effet de la politique monétaire par l'intermédiaire des variations de taux d'intérêt. Cet impact est souvent explicité dans le cadre du modèle IS-LM sous deux hypothèses : la rigidité des prix au moins à court terme et la présence des deux actifs financiers la monnaie et les titres. Selon cette conception, une politique monétaire expansionniste qui amène une baisse du taux d'intérêt réel se traduit par la diminution du coût du capital, ce qui augmente l'investissement et, par l'effet multiplicateur, accroît la demande globale et favorise la croissance économique. Ici, la transmission passe par **un effet sur le coût du capital**.

En plus, les variations de taux d'intérêt affectent le comportement de « sélection de portefeuille ». L'influence se transmet à travers les modifications des taux d'intérêt et des prix des actifs. On distingue trois *effets – prix* :

- ***l'effet de substitution*** : suite à une variation des taux d'intérêt, les agents peuvent substituer les titres courts aux titres longs. Ils peuvent également substituer les titres à la monnaie (en cas de hausse des taux) ou encore substituer des actifs financiers à des actifs réels. C'est par les divers arbitrages entre différents actifs du patrimoine des agents que se transmettent les variations des taux d'intérêt à l'ensemble des marchés des capitaux. L'effet des arbitrages peut également toucher le choix des épargnants entre placements liquides en OPCVM et placements bancaires. Les ressources et les emplois bancaires peuvent être affectés même par les arbitrages des banques. Une modification du taux du marché interbancaire à la baisse peut pousser les banques à préférer le refinancement par le marché interbancaire au lieu d'émettre des certificats de dépôt par exemple ce qui abaisse le taux d'intérêt de ces derniers. Le taux du marché interbancaire constitue le lieu d'ancrage de toute la gamme des taux.

- ***l'effet de revenu*** : la modification des taux d'intérêt affectent les flux de revenus financiers. Les détenteurs de titres (les prêteurs) vont voir leurs revenus augmenter en cas de hausse des taux d'intérêt ce qui augmente la demande. Cependant, l'effet global est ici ambigu car, à côté de l'effet positif sur les agents prêteurs, il existe un effet négatif sur les agents débiteurs. En plus, cet effet est plus important dans les économies où les contrats de prêts et d'emprunts se réalisent à taux variables ou révisables. Au Maroc cet effet est appelé à prendre de l'importance vu l'évolution de la pratique des taux variables. Une étude de Bank Al Maghrib sur les crédits immobiliers fait ressortir « une orientation des banques vers le financement à taux variable ... pour ce qui est du crédit à l'habitat. Ainsi, 42% des crédits distribués en 2006 ont été assortis de taux variable... » (Rapport annuel : 2006 p : 97). .
- ***les effets de richesse*** : si l'on considère le cas d'une baisse des taux d'intérêt induite par la Banque Centrale, celle-ci est accompagnée d'une hausse de la valeur des titres financiers, il en découle une valorisation du portefeuille des agents économiques. Cette valorisation de la richesse financière peut se transmettre au secteur réel par l'accroissement des dépenses des agents. Ce dernier canal est différent du précédent dans la mesure où l'effet passe par une amélioration de la valeur d'un stock et non seulement du flux de revenu. En cas de hausse des taux, la valeur des titres baisse et les dépenses également.

Si l'on prend en considération les deux effets (de revenu et de richesse), l'on voit qu'ils jouent en sens inverse. Une hausse des taux engendre une hausse des revenus financiers mais en même temps elle se traduit par la baisse du cours des titres. L'impact global sur l'économie est ici difficile à prévoir. Il faut déterminer lequel des deux effets va l'emporter sur l'autre.

L'impact de ces deux derniers effets (effets de richesse et de revenu) doit être négligeable au Maroc en raison de la faible part des titres dans le portefeuille des agents économiques. De plus, ces deux effets dépendent de la propension marginale à consommer ; or, les agents qui détiennent les

titres n'attendent pas les revenus financiers marginaux pour augmenter leur consommation. Au Maroc, l'inégalité des revenus fait que la majorité écrasante de la population détient de faibles revenus, elle a une forte propension à consommer et ignore les placements en titres financiers.

En résumé, on peut dire que Bank Al Maghrib dispose d'une marge de manœuvre, elle peut abaisser son taux directeur pour activer ce canal.

2.1.2- Canaux du crédit

Les canaux de crédit prennent en considération les imperfections des marchés des capitaux. On distingue le canal étroit et le canal large du crédit.

2.1.2.1- Canal étroit du crédit :

Le canal étroit du crédit se base sur l'offre de crédit bancaire. Suite à une offre supplémentaire de monnaie, on assiste à une augmentation de la liquidité bancaire, ce qui augmente la quantité de crédit disponible. Il en découle un accroissement des prêts à certaines catégories d'emprunteurs. Les prêts permettent le financement de l'investissement (des entreprises et l'achat de logement des ménages) et de la consommation ce qui augmente la demande et par là, la production. Pour beaucoup d'agents économiques, le financement par crédit bancaire et le financement par les titres ne sont pas parfaitement substituables. C'est le cas des ménages et des petites entreprises qui ne peuvent lancer d'emprunts obligataires. La politique monétaire, qui agit à travers la modification du volume et du coût du crédit bancaire, peut avoir un grand effet face à cette catégorie d'agent, par contre ses effets sur les grandes entreprises qui peuvent se financer par l'émission de titres est faible.

Pour les petites entreprises et les particuliers, on peut dire qu'il existe une inélasticité de la demande de crédit par rapport au taux d'intérêt débiteur. La politique monétaire peut avoir un impact direct sur le comportement des agents non financiers à travers son **effet sur la quantité du crédit** plutôt que par son effet sur le taux d'intérêt. Une action directe sur la courbe IS est donc possible alors que le canal monétaire prévoit d'abord un déplacement de la courbe LM. L'accroissement des crédits permet le financement de l'investissement et de la consommation ce qui déplace IS et augmente la production.

Ce canal nous semble important au Maroc étant donné le poids des petites et moyennes entreprises et l'importance des crédits demandés par les ménages vu la faiblesse des revenus. Il n'y a qu'à voir le nombre pléthorique de sociétés de crédit à la consommation qui sont au nombre de 19 en 2007 pour comprendre l'impact que peut avoir la facilité de l'offre de crédit et donc le rôle du canal étroit du crédit bancaire. Au Maroc, le financement intermédié reste dominant, sur toute la période 1996 -2006: le financement par emprunt obligataire ne représente que 1.63% en moyenne annuelle de la FBCF ; celui du financement par émission d'action 0.63%. Pour cette raison, le canal étroit du crédit est important. Cependant, on peut dire que, par son taux directeur élevé, la politique monétaire appliquée par Bank Al Maghrib ne renforce pas l'efficacité du canal étroit du crédit et du canal de taux d'intérêt. Sa marge est toujours importante pour pousser les taux débiteurs à la baisse et laisser jouer l'**effet volume** du crédit. Elle peut favoriser la croissance via le crédit. L'essentiel des entreprises du Maroc sont des SARL ou des entreprises individuelles n'ayant juridiquement pas de possibilités d'accès au marché des titres. La finance indirecte est toujours dominante.

2.1.2.2- Canal large du crédit

Les entreprises ont un choix entre le financement interne et le financement externe. Ce dernier est plus coûteux, il suppose le paiement d'une prime appelée *prime de financement externe* qui trouve sa justification dans l'existence d'asymétries d'information dans la relation entre les prêteurs et les emprunteurs à travers les deux situations de sélection adverse et d'aléa moral. Les prêteurs peuvent être amenés à inclure dans le coût du crédit une prime de financement externe correspondant au risque de non recouvrement. Cette prime diminue avec l'accroissement de la richesse de l'entreprise qui emprunte.

C'est à travers son impact sur les bilans des entreprises que la politique monétaire peut agir sur leurs capacités de financements et leurs dépenses d'investissement. En effet, une relance monétaire qui se traduit par la baisse des taux d'intérêt et une hausse du cours des actions, améliore la situation nette des entreprises ce qui conduit à l'accroissement des dépenses d'investissement. Ainsi, à côté de la baisse des taux d'intérêt (canal

monétaire), le canal large du crédit présente un effet supplémentaire à savoir la baisse de la prime de financement externe.

Pour le cas du Maroc, nous estimons que ce canal large du crédit est faible pour les mêmes raisons que celles que nous avons avancées lors de l'étude du canal des effets de richesses lié au cours des actions.

Dans le même cadre, un autre mécanisme proche du précédent concerne le rationnement du crédit présenté par Stiglitz et Weiss en 1981. F. Mishkin résume cet effet ainsi : « Il s'agit du cas où les emprunteurs se voient refuser des prêts, même s'ils sont disposés à payer un taux d'intérêt plus élevé. Cela tient au fait que les ménages et les entreprises dont les projets d'investissement comportent le plus de risques sont ceux-là mêmes qui acceptent de payer les taux les plus élevés car, si leur investissement s'avère rentable, ils en seront les principaux bénéficiaires. Par conséquent, une hausse des taux d'intérêt aggrave le problème de la sélection adverse et une baisse exerce l'effet contraire. Lorsqu'une politique monétaire expansionniste favorise une baisse des taux d'intérêt, les emprunteurs, moins enclins à prendre des risques représentent une proportion plus importante des demandeurs de prêt et les bailleurs de fonds sont donc plus disposés à octroyer des prêts, ce qui entraîne une hausse de l'investissement et de la production... »⁹

Il apparait que ce canal basé sur le rationnement du crédit est important au Maroc. La politique du crédit des banques marocaines a connu deux étapes :

- Une étape de début de la libéralisation financière, les banques avaient, pendant les années 1990 et le début des années 2000 poussé les taux d'intérêt débiteurs au plafond, elles justifiaient la fixation de taux d'intérêt élevés par le soucis de sélectionner les bons projets, cette phase se traduisait par le plus de difficulté des banques qui ont vu les créances en souffrance augmenter , avec une faiblesse des crédits octroyés. Au lieu de sélectionner les « bons »

⁹ F.S. Mishkin , les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire – Bulletin de la Banque de France – N° 27 – Mars 1996, p : 97

projets, c'étaient les projets les plus risqués qui étaient sélectionnés.

- La deuxième étape celle qui commence en 2004 connaît un grand développement des crédits de toutes les échéances, avec une baisse des taux d'intérêt mais en même temps une baisse des créances en souffrance. Les chiffres du tableau qui suit semblent confirmer la théorie du rationnement du crédit de Stiglitz et Weiss.

Evolution des crédits par terme et des créances en souffrance :

En pourcentage

Années	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Taux de croissance des crédits : déc à déc	+1,75%	+3%	+8%	+7%	+12,5%	+17,7%	+29,1%
Taux de croissance des crédits à court terme : déc à déc	+3,68%	+5,8%	+3,3%	+11,37%	+11,4%	+20%	+26,2%
Taux de croissance des crédits à moyen terme : déc à déc	+0,5%	+0,2%	+10,42%	+3,78%	+24,6%	+28,6%	+39,9%
Créances en souffrance Part du total des crédits	17,2%	17,7%	18,7%	19,4%	15,7%	10,9%	7,9%
Taux de croissance des créances en souffrance	+0,3%	+6,5%	+13,7%	+11,2%	+9,3%	+18,3%	+6,4%

Tableau élaboré à partir des données de Bank AL Maghrib

Cette tendance est confirmée par l'évolution des crédits en 2007. En effet, entre 2006 et 2007, les créances en souffrance ont continué leur baisse alors que les crédits ne cessent d'augmenter. Il en découle encore une fois la nécessité de faciliter les crédits au Maroc aussi bien sur le plan quantitatif

que sur le plan du coût. Les banques et Bank Al maghrib ont intérêt à favoriser la baisse des taux et l'abondance des ressources de la finance indirecte.

2.1.3-Autres canaux de transmission monétaire :

La théorie économique prévoit d'autres canaux de transmission qui ne semblent pas avoir actuellement d'effets importants dans le cas de l'économie marocaine :

- c'est le canal de taux de change et
- le canal des effets d'annonce.

2.1.3.1- Canal du taux de change :

Avec l'internationalisation des économies, le canal du taux de change qui agit à travers les effets de taux d'intérêt est devenu important. Suite à une baisse des taux d'intérêt domestiques, les dépôts en monnaie nationale doivent perdre de leur attrait vis-à-vis des monnaies étrangères, les arbitrages se feront en faveur des dépôts libellés en monnaies étrangères. Il en découle une augmentation de l'offre de la monnaie nationale sur le marché des changes, le taux de change se déprécie ce qui se traduit par la baisse des prix des exportations et donc par la relance de la production.

Ce canal joue non seulement sur la production mais même sur les prix : en effet, en cas d'appréciation de la monnaie nationale suite à une hausse des taux d'intérêt, les prix des importations baissent, ce qui se traduit par une baisse des prix internes, c'est la désinflation importée.

Ce canal mérite une attention particulière dans le cas du Maroc dont l'économie ne cesse de s'ouvrir. Cependant, comme le taux de change n'est pas déterminé par le marché et les mouvements des capitaux sont contrôlés, l'impact de ce canal est encore limité.

2.1.3.2- Canal des anticipations et des effets d'annonce

Dans le cadre d'un système financier libéralisé, les banques centrales cherchent à agir sur l'activité à travers l'influence des anticipations des agents. Comme les taux d'intérêt sont déterminés librement sur le marché, la

banque centrale ne pouvant les contrôler directement, elle a intérêt à émettre des signaux concernant ses intentions afin d'influencer les anticipations dans un sens compatibles avec ses objectifs. Le canal de transmission est ici basé sur les effets d'annonce et de signal. Ces effets sont d'autant importants que l'action de la banque centrale est crédible. Nous avons vu que la crédibilité est renforcée par l'indépendance et la responsabilité de la banque centrale. En plus, on peut dire que ce canal est d'autant important que la politique de la banque centrale est transparente. En effet, à travers ce canal, les autorités monétaires émettent des signaux et indiquent aux agents économiques leurs intentions futures. L'importance de ce canal est liée au degré de développement des marchés des capitaux. Au Maroc, ce canal nous semble important mais encore à l'état embryonnaire. Bank Al maghrib assure sa mutation d'une institution opaque à une institution transparente. Il faut donc du temps pour que les marchés apprennent à exploiter les nouveaux signaux de cette institution et que Bank Al Maghrib s'habitue à exploiter les signaux des marchés.

En résumé, la politique monétaire peut agir sur l'économie à travers plusieurs canaux de transmission, il reste à trouver les canaux les plus efficaces et les favoriser. Il est important de souligner à ce niveau la prédominance de la finance indirecte, le tissu économique des entreprises est composé essentiellement de PME qui n'ont pas la possibilité d'accéder au marché financier. Il apparaît donc que le canal du taux d'intérêt et les canaux du crédit peuvent jouer un rôle important.

Il reste à voir les voies possibles que recèle le cadre de la politique monétaire pour améliorer son action au niveau des objectifs et des instruments.

2. 2- Stratégie pour une politique monétaire active

La libéralisation financière devrait se traduire théoriquement non seulement par l'accroissement de l'épargne mais également par l'amélioration quantitative et qualitative des investissements. Nous avons cependant signalé qu'au Maroc les taux d'intérêts créditeurs sont très faibles et les mécanismes de la politique monétaire ne favorisent pas les canaux de transmission monétaire les plus féconds. De ce fait, il nous semble que tout

en respectant les règles du marché, la politique monétaire peut toujours avoir un impact sur l'usage des ressources bancaires et favoriser une certaine sélectivité des crédits en faveur des projets porteurs. Les objectifs et les instruments de la politique monétaire peuvent être adaptés dans ce sens. Nous verrons les mesures relatives aux objectifs et d'autres relatives aux instruments

2.2.1- Mesures relatives aux objectifs de la politique monétaire

Il est nécessaire de revoir les trois catégories d'objectifs :

A- objectif final : l'article 6 des statuts de Bank Al Maghrib stipule que :

« dans le but d'assurer la stabilité des prix, la Banque arrête et met en œuvre les instruments de politique monétaire définis à l'article 25 ci-dessous. A cet effet, la Banque intervient sur le marché monétaire en utilisant les instruments appropriés parmi ceux prévus à l'article 25 ci-dessous. Sans préjudice de l'objectif de la stabilité des prix arrêté en concertation avec le ministre chargé des finances, la Banque accomplit sa mission dans le cadre de la politique économique et financière du gouvernement. »

On remarque que les statuts permettent donc une certaine flexibilité et favorise la coordination entre la politique monétaire et le reste des politiques gouvernementales ; il reste à mettre en œuvre les possibilités offertes. Bank Al Maghrib a le souci de la stabilité des prix ce qui est logique ; mais, en cas de stabilité des prix continue, une flexibilité s'impose notamment en situation de chômage chronique. Avec la crise actuelle toutes les Banques Centrales réagissent dans le sens du soutien de l'activité et de l'emploi.

Rappelons ici l'affirmation du gouverneur de la banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest : Charles Konan Banny¹⁰ annonçant que dans les pays en développement les banques centrales des pays en développement ont un rôle à jouer dans le processus éminemment structurel du développement, c'est-à-dire dans la transformation des structures de

¹⁰ Intervention au colloque de la Banque de France – op. cité.

l'économie, ce qui, dans une certaine mesure, n'est pas tout à fait le cas dans les pays développés.

De plus, la stabilité des prix doit certes constituer l'objectif ultime de la politique monétaire, mais cela n'est pas synonyme de pratique d'une politique passive sans impact sur l'usage bancaire des fonds avancés.

McDonough¹¹, président de la fédération de réserve de New York affirmait que « les avantages d'une croissance économique durable sont, à mon avis, indéniables et la stabilité des prix constitue le seul moyen d'y parvenir. L'ennemie de la croissance économique durable, c'est l'inflation. Elle est si dangereuse et si néfaste pour la société que la meilleure façon de la combattre consiste à l'éviter en mettant en œuvre une stratégie appropriée à travers le temps ».

Tout en cherchant la stabilité monétaire, Bank Al Maghrib peut adapter ses instruments dans un sens plus productif et plus prudent pour promouvoir le développement économique. Il reste à déterminer ce que signifie stabilité monétaire ce qui rejoint la mesure de l'inflation.

B- l'objectif intermédiaire : une cible d'inflation ?

En matière d'objectif intermédiaire, Bank Al Maghrib n'a jamais été rigoureuse, la règle monétaire a souvent été indicative. On constate même souvent une différence entre objectif et réalisation. De plus, la croissance de l'agrégat M3 est souvent forte alors que le taux d'inflation est faible. A partir de 2006, la banque centrale a décidé de se diriger vers la détermination d'un panier d'indicateurs ce qui est préférable à la règle monétaire qui n'a plus de signification. En plus, en déterminant un taux d'inflation sous-jacente, elle cherche à lier son action à un objectif d'inflation. Dans ce sens, des remarques s'imposent :

1- Bank al Maghrib détermine un taux d'inflation sous-jacente, à l'instar de beaucoup de banques centrales par l'exclusion de l'indice du coût de la vie, des prix des viandes, des poissons frais, des légumes et fruits frais, ainsi que ceux du sucre, des tabacs et des transports privés.

¹¹ McDonough- Intervention au colloque du bicentenaire de la banque de France op. cité.

Dans ce sens, nous estimons qu'il est nécessaire d'assurer une coordination avec la Direction de la statistique, dans le but de revoir la détermination du taux d'inflation ex post. En effet, l'indice du coût de la vie, sur lequel se base l'inflation sous-jacente, a lui-même besoin d'une révision : (i) pour agrandir le panier d'articles concernés et supprimer ceux qui sont dépassés – (ii) pour élargir l'échantillon des 11 villes afin d'intégrer d'autres villes et le monde rural.

2- Pour avoir une meilleure estimation de l'inflation, il nous semble donc qu'au lieu de supprimer des articles de l'indice du coût de la vie, il faudrait en intégrer plus ou, mieux encore, prendre en considération le déflateur du PIB qui pourrait compléter l'arsenal d'approche de l'inflation.

3- Le taux d'inflation sous-jacente présente des avantages mais il a des limites et risque même d'induire des mesures irrationnelles comme le note le gouverneur de la Banque de réserve de l'Inde Bimal Jaan¹² parlant de la question du choix de l'inflation sous-jacente par rapport à l'indice général des prix et sur sa grande utilité en tant qu'objectif de la politique monétaire :

« Toutefois, dans mon pays, comme, en fait, dans nombre de pays en développement, près de 45% des composantes de l'indice des prix de gros et 65% de celles de l'indice des prix à la consommation sont des produits alimentaires... Alors que nous pourrions connaître un taux d'inflation globale de 9% en raison d'une hausse des produits alimentaires, qui constituent le principal poste des budgets des ménages, la banque centrale serait en mesure d'annoncer à la population un taux d'inflation sous-jacente de seulement 2% !. Une telle différence entre l'indice général des prix et l'inflation sous-jacente a effectivement été enregistré en Inde en 1998.

Qu'il soit bien clair que nous avons tous pour objectif la stabilité des prix. Toutefois, il nous semble assez délicat de retenir, dans notre cas, une quantification étroite de l'objectif (devrait-il par exemple être fixé à 2% ou à une fourchette de 1.5% - 2.5%). J'aimerais avoir une cible aussi précise, mais cela n'est tout simplement pas possible dans des pays aux importantes composantes agricoles dépendantes des pluies et qui sont fortement

¹² Bimal Jalan : Intervention au colloque de la banque de France op. cité.

tributaires de l'importation de pétrole ou d'autres matières premières, dont le prix constituent un élément important du coût de la vie. Dans nombre de pays émergents, chercher à atteindre une cible d'inflation sans tenir compte de ces facteurs pourrait conduire à des résultats extrêmement irréalistes ».

C- Objectif opérationnel

Nous avons vu qu'au Maroc, la stratégie de politique monétaire est basée sur la technique du « Corridor ». Par ses interventions sur le marché interbancaire, la banque centrale cherche à encadrer le taux du marché entre un plafond et un plancher. Le but étant de maintenir le taux du marché proche du taux directeur. Ces dernières années, la technique du corridor fonctionne bien mais elle a un effet à la hausse des taux d'intérêt du moment que la fixation d'un taux plancher empêche le taux du marché de baisser. Une orientation à la baisse de ce taux pourrait favoriser la relance économique. Rappelons que le taux plancher au Maroc, pays en développement, est de 2.25% dépassant de loin les taux directeurs des grandes banques centrales.

2.2.2- Mesures liées aux instruments de la politique monétaire

Il reste à explorer les techniques possibles pour rendre la politique monétaire marocaine plus active. Une lecture de l'article 25 des statuts de la Banque Centrale permet de faire certaines suggestions, cet article 25 énonce :

« En vue d'injecter ou de retirer des liquidités du marché monétaire, la Banque peut notamment :

- effectuer auprès des intervenants sur le marché monétaire toutes opérations d'achat et de vente fermes, d'escompte et de pensions de titres. Ces opérations ne peuvent porter que sur des titres de créances négociables publics et privés libellés en monnaie nationale, à la condition que ces titres ne soient pas acquis directement des émetteurs;*
- consentir aux établissements de crédit agréés en qualité de banques, des avances garanties par des sûretés appropriées;*

- proposer aux dits établissements de placer auprès d'elle des liquidités sous forme de dépôts à terme;
- procéder à des opérations de change tant au comptant qu'à terme;
- émettre et racheter ses propres titres d'emprunt auprès des intervenants sur le marché monétaire. Cette émission n'est pas soumise aux dispositions législatives régissant l'appel public à l'épargne.

Au cas où la surliquidité revêt un caractère durable, la Banque peut exiger des établissements de crédit agréés en tant que Banques, de constituer auprès d'elle des réserves obligatoires sous forme de dépôts. »

Nous estimons que cet article recèle un potentiel important de possibilités d'action de Bank Al Maghrib, nous présentons chacune de ces possibilités en liaison avec les analyses précédentes.

2.2.2.1- Stratégie en cas de surliquidité

A- causes de la surliquidité

Il nous semble que la principale cause de la surliquidité, entre 2001 et 2007, est liée à la libéralisation financière elle-même et provient en partie de la gestion bancaire. La libéralisation des taux d'intérêt, la levée de l'encadrement du crédit, la suppression des emplois obligatoires... devrait se traduire par un accroissement des crédits. Cependant, les banques ont consacré une bonne part de leurs ressources aux placements en bons du Trésor. Ce choix de court terme, rentable pour les banques et sans risque sur le plan financier, présente cependant l'inconvénient d'engendrer des modifications des structures de financement et de la structure des bilans des banques. Par son effet d'éviction, il détourne la banque de sa mission principale à savoir le financement de l'économie réelle pour se tourner vers le Trésor. La conséquence a été la surliquidité en cas d'annulation par le Trésor de ces emprunts en raison des opérations successives de privatisation et d'ouverture du capital des entreprises publiques. Ayant un client solvable (l'Etat), les banques n'ont pas développé de nouveaux produits adaptés à la clientèle marocaine au cours de la décennie 1990. Le marché interbancaire était en situation de surliquidités au moment où des pans entiers de la

société marocaine se trouvaient sans ressources de financement. C'est le cas des petites entreprises, de l'artisanat et de tout le monde rural surtout l'agriculture traditionnelle. La bancarisation de l'économie était, et est toujours, très lente. Les placements en bons du Trésor à la recherche de rendements élevés se sont traduits par une sorte de « paresse » des banques et de choix des solutions de facilité. En effet, malgré la libéralisation, le degré de concentration bancaire dans l'axe Casablanca – Rabat est encore élevé, la clientèle des banques n'a pas beaucoup changé, les régions et les couches de la population ignorées du système bancaire le sont toujours.

B- Mesures nécessaires en cas de surliquidité

En cas de surliquidités, les techniques prévues, au lieu de « geler » les liquidités en excédent comme cela est prévu, se traduisent par le résultat opposé en raison *d'un effet boule de neige*. Les liquidités reprises ne le sont que pour 24 heures ou 7 jours, période pendant laquelle ces fonds sont gardés de *façon inactive*, pour être remises aux banques, *augmentés des intérêts*.

En plus de son caractère inefficace en raison de **l'effet boule de neige**, cette technique a des effets pervers, elle se traduit par trois autres effets :

- **un effet- volume** : réduction quantitative des possibilités d'offre du crédit ce qui réduit l'efficacité du canal du crédit ;
- **un effet-prix** : elle pousse les taux d'intérêt à la hausse ce qui réduit l'efficacité du canal monétaire.
- **un effet d'annonce** : les banques ne sont pas contraintes de chercher les possibilités nouvelles de placement, elles savent qu'elles peuvent placer ces fonds à un taux au moins égal au taux plancher.

Notons que les nouveaux statuts permettent à la Banque Centrale de proposer aux établissements de crédit de placer auprès d'elle des liquidités sous forme de **dépôts à terme**. Une telle possibilité n'a pas encore été utilisée, elle risque cependant de se traduire par **un autre usage inactif**

des ressources bancaires dans la mesure où les liquidités seront placées en dépôts à terme sans possibilité de financer l'économie.

Bank Al Maghrib considère la situation de surliquidité comme une pathologie qu'il faut combattre pour ramener le système « en banque ». Il nous semble que cette situation peut être très bénéfique à l'économie marocaine, elle favorise l'action de la politique monétaire via le canal de transmission du taux d'intérêt et les canaux du crédit. Au lieu de combattre cette « pathologie » il est préférable d'en profiter pour favoriser la relance par la baisse des taux d'intérêt. Bank Al Maghrib faisait l'inverse par ses techniques de retrait de liquidités, elle fixait un taux plancher au taux du marché interbancaire empêchant celui-ci de baisser au-delà de 2.25%. Peut-on dans ce cas dire que le niveau des taux d'intérêt est le fruit des mécanismes de marché ?

Avant de lancer des programmes de privatisation et d'ouverture du capital des grandes entreprises étatiques, il est nécessaire de mettre en place une certaine coordination entre la politique monétaire et les opérations de privatisation. Le lancement de ces opérations doit être effectué selon un programme qui prendrait en compte l'état du marché monétaire ; il faut savoir comment s'abreuver à la source (de la privatisation) sans s'y noyer !

Une coordination de la politique monétaire et de la politique budgétaire est indispensable notamment en matière de lancement d'emprunt du Trésor vu son impact sur le marché monétaire.

2.2.2.2- Le refinancement des banques

Nous présentons les procédés actuels et ceux prévus par les statuts

A- Avances de la Banque centrale et taux directeur

La procédure de refinancement prévue de nos jours consiste en la technique d'appels d'offre hebdomadaire et les avances à 24 heures. En contrepartie de ces avances, la Banque Centrale prend en pension et pour 24 heures ou 7 jours des titres publics ou, à titre secondaire, des titres privés (crédits aux PME, crédits à l'exportation ou crédits aux jeunes promoteurs). La banque centrale ne prend ces titres qu'en garantie et non en achat ferme

comme c'est le cas du réescompte ce qui limite l'impact de cette modalité sur l'économie réelle.

En matière de taux directeur, nous estimons que Bank Al Maghrib dispose encore d'une marge de manœuvre, elle peut toujours abaisser ses taux. Il nous semble qu'un taux de 3,25% peut encore faire l'objet de baisses graduelles. On remarque une orientation dans le sens de la baisse avec la décision de réduire le taux directeur de 3,5% à 3,25% le 24 mars 2009 ; mais, cette baisse reste très timide dans le contexte actuel de crise et de chômage avec une faible inflation.

Nous pensons qu'une réduction sélective des taux directeurs, en faveur des crédits à l'investissement, peut permettre d'influencer les taux bancaires dans le sens d'une plus grande baisse. Rappelons que ces baisses des taux débiteurs ne peuvent être que bénéfiques aux banques elles-mêmes qui peuvent réduire les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral. Nous avons vu qu'avec des taux élevés les créances en souffrance ne cessaient d'augmenter. La Banque Centrale et les banques ont donc intérêt à abaisser les taux d'intérêt.

De plus, pour prévenir la crise financière et rendre les interventions de la Banque Centrale plus active et plus efficaces, les banques ne doivent pas être totalement libres de l'usage des fonds du refinancement. Un contrôle et une sélectivité peuvent être institués pour assurer une affectation optimale des ressources.

D. Plihon¹³, dans un article sur la crise financière, pense qu'il est nécessaire de : « promouvoir une gestion plus fine des refinancements par les banques centrales qui définiraient une enveloppe individuelle de refinancement adaptée aux besoins de chaque groupe bancaire ; ces modalités de gestion plus individualisées éviteraient à la banque centrale de valider ex post des prises de risque anormales ».

¹³- D. Plihon - Pour une réforme globale de la théorie et de la régulation financières
Revue de l'économie financière - Hors série - 2008.

B- La technique de l'open market

Au Maroc, la technique de l'open market n'est pas utilisée en raison de la faible liquidité du marché secondaire des bons du Trésor. Cependant, cette technique peut être envisagée, dans un sens large. J.M. Keynes propose que l'intervention de la Banque Centrale concerne toutes les maturités des marchés de capitaux. Les ventes et achats peuvent toucher non seulement les bons du Trésor à court terme mais aussi des titres de moyen et long terme et même des titres privés.

La Banque Centrale peut favoriser les titres ayant un lien avec le financement de l'économie. Elle pourra également développer le rôle de transformation des échéances. En plus, elle peut utiliser la technique du « **Twist de taux** » et influencer l'ensemble de la courbe de structure des taux d'intérêt. En cas de surliquidité, et au lieu de reprendre les liquidités pour 24h ou 7 jours, la Banque Centrale pourrait vendre son portefeuille de titres à moyen et long terme à côté des titres à court terme ce qui favorise le financement de l'économie réelle.

Notons que les nouveaux statuts prévoient également l'émission ou le rachat par Bank Al Maghrib de ses propres titres. Là encore, comme elle ne peut transformer ces fonds en investissements, il y a théoriquement absence de lien avec l'économie réelle ce qui est regrettable.

C- la technique du réescompte :

Le réescompte se traduit par des opérations d'achat ferme des titres représentant des créances de diverses échéances et sans distinction entre titres publics et titres privés. En cas de surliquidité, la Banque Centrale peut limiter ce procédé. On reproche à la technique du réescompte son caractère réglementaire car l'autorité monétaire fixe aussi bien le volume que le taux de réescompte. Il est possible cependant d'imaginer une intervention de la Banque Centrale dans le sens du rachat ferme ou de vente ferme selon des procédés d'appel d'offre conforme aux mécanismes du marché. D'ailleurs, les nouveaux statuts (Article 25) prévoient la possibilité d'utiliser la technique du réescompte qui paraît plus efficace car elle peut faciliter

l'octroi des crédits bancaires et favoriser la transmission des impulsions monétaires via le canal du taux d'intérêt et le canal du crédit.

Le grand avantage à notre sens est le fait que la technique du réescompte a **un effet direct sur le financement de l'économie réelle**.

En fin, cette technique a un effet d'annonce dans la mesure où, les banques sachant qu'elles peuvent réescompter les crédits octroyés à des domaines précis peuvent facilement s'engager. Rappelons que le Maroc a fait usage de cette technique même pour refinancer les crédits à moyen terme. Il s'agissait des **Crédits à moyen terme réescomptables** (CMTR) qui ont été supprimés suite aux réformes de libéralisation.

D- la réserve monétaire

Au Maroc, cette technique est ancienne, elle remonte à l'époque de la répression financière. C'est la seule procédure qui a été maintenue depuis les réformes de libéralisation financière. La manipulation de la réserve monétaire sert à réguler la liquidité. Depuis le début de la décennie 1990, cette technique a d'abord été fréquemment utilisée avant 2003 comme solution de secours suite à la levée de l'encadrement des crédits dans le but d'éviter une croissance non contrôlée des crédits bancaires.

Cependant, la manipulation du taux de la réserve monétaire ne peut être utilisée constamment au risque d'engendrer une pression à la hausse des taux d'intérêt vu l'impact restrictif sur la liquidité bancaire, son taux est rarement révisé. C'est ainsi que son taux a été maintenu à 16,5% entre 2003 à 2007. Le tableau suivant nous montre tout de même que la banque centrale a repris la manipulation de ce taux qu'elle a révisé à la baisse en 2008 et 2009. La baisse de 2009 de 3% en Janvier et 2% en Juillet est tout de même substantielle.

Evolution du taux de la réserve monétaire

Année	Taux de la réserve monétaire
1988	7 %
1989	11 %
1990	15 %
1991 relevé 3 fois	16 % août, 18% en octobre, 20% en novembre
1992 modifié 4 fois	22,5% en février 24% en juin 25 % en octobre et ensuite 10%
1993 à 2001	10 % des exigibilités à vue et à terme < à 3mois
2002	14 %
2003	16,5 %
2004	16,5%
2005	16,5%
2006	16,5%
2007	16,5%
1er Janvier 2008	15%
1 ^{er} janvier 2009	12%
1 ^{er} juillet 2009	10%

Source : tableau élaboré à partir des données de Bank Al maghrib

Le rapport sur la politique monétaire de décembre 2008 (page : 10) souligne à propos de la dernière baisse :

« Notant l'ampleur et le caractère durable du besoin de liquidité sur le marché monétaire, et, compte tenu des prévisions d'évolution des facteurs de liquidités, le Conseil a décidé de réduire le taux de la réserve monétaire de 3 points de pourcentage, pour la ramener à 12% à compter du 1^{er} janvier 2009 ».

Cette baisse ne semble pas avoir résolu le problème du déficit de liquidités comme le note un article de l'Economiste du 23 mars 2009 :

« Le marché monétaire demeure largement dépendant des injections de la Banque centrale ». C'est en ces termes que s'exprime une bonne partie des banquiers de la place. En dépit de la réduction du taux de la réserve monétaire de 15 à 12% en décembre 2008, le marché continue d'afficher un

déficit de liquidités chronique et relativement important. Sur les trois premiers mois de 2009, le déficit tourne autour de 11 milliards de DH. « Cela représente pratiquement le quart de la moyenne requise par BAM au titre de la réserve obligatoire », indique un banquier. ... Face à ce déficit, la Banque centrale ne cesse d'injecter de la monnaie de manière quasi-ininterrompue via la pension hebdomadaire pour rééquilibrer la situation de liquidités et contenir la volatilité des taux monétaires ».

Les banques considèrent la réserve monétaire comme un impôt supplémentaire qu'il faut lever. Dans le sens de Mac Kinnon, on peut dire que c'est là, un dernier critère de répression financière qui reste pratiqué au Maroc.

A propos de cette réserve, le gouverneur de Bank Al Maghrib¹⁴ a annoncé en Janvier 2006 :

« La plupart des pays ont mis en place un système de réserves obligatoires. Après le Liban, le Maroc possède le plus haut taux: le montant des réserves obligatoires correspond à 16,5% des dépôts à vue du système bancaire. Avec l'Algérie (1%), le Maroc est le seul pays à rémunérer les réserves obligatoires (0,75%). Il s'agit ainsi de ne pas décourager la collecte de l'épargne par le système bancaire. Cet instrument est une des réponses à la situation de surliquidité : il permet d'éponger en moyenne 45% de la surliquidité des pays méditerranéens. Au Maroc l'effet est encore plus fort, puisque la quasi totalité de la position structurelle de surliquidité est ainsi absorbée... La critique généralement adressée aux réserves obligatoires est le caractère « administratif » de cet instrument. Son utilisation limite le développement du marché interbancaire et baisse l'efficacité de l'intermédiation bancaire. Elles peuvent engendrer un surcoût pour le système bancaire ».

Il reste à signaler que le fait de réduire le taux de la réserve monétaire s'inscrit dans une logique de politique monétaire passive dans la

¹⁴ Intervention du Gouverneur de BAM - le 25 janvier 2006 à Nauplie en Grèce. Troisième Séminaire des banques Centrales de l'Euro-système et des Pays Méditerranéens.

mesure où, comme pour le refinancement, la Banque Centrale n'a pas d'influence sur l'usage fait par les banques des fonds dégagés d'où passivité et imprudence !

Dominique Plihon¹⁵ donne une proposition qui nous semble intéressante à pratiquer au Maroc. Il souligne que dans le contexte actuel de crise financière, il est nécessaire : « d'utiliser de façon sélective l'instrument des réserves obligatoires que les banques sont tenues de constituer auprès des banques centrales, en différenciant leur montant selon la composition de leur actifs, les réserves assises sur les crédits pouvant être moins élevées que celles liées aux opérations de titrisation ou de trading ».

Conclusion de la partie 2

L'objet de cette partie a été la recherche des voies permettant de rendre la politique monétaire plus active. Nous avons montré qu'au Maroc, les solutions utilisées ne le sont pas de manière efficace et que le cadre institutionnel recèle des solutions alternatives plus efficaces. Deux axes ont été présentés :

- le premier axe a présenté les voies par lesquelles la politique monétaire peut agir sur l'activité économique. L'étude des canaux de transmission monétaire nous a permis de voir que les canaux les plus féconds dans le contexte marocain sont le canal des taux d'intérêt et les canaux du crédit. Cette conclusion se justifie par le fait que la finance indirecte est toujours prédominante.
- Dans un deuxième temps, nous avons cherché les possibilités pratiques d'amélioration de la politique monétaire et que recèle le cadre instrumental en liaison avec les canaux de transmission monétaire. Il ressort que Bank Al Maghrib pratique une politique monétaire passive sans effet important sur l'économie réelle. A travers les techniques les plus utilisées qui sont la régulation des liquidités et la réserve monétaire, elle ne cherche qu'à « stériliser » les excédents de liquidités ou en injecter en cas de besoin **sans**

¹⁵- D. Plihon -- Revue d'Economie Financière - op. cité

avoir d'influence sur l'usage de ces fonds. Les retraits de liquidités ont des effets pervers : effet- boule de neige ; effet-prix ; effet-volume et effet d'annonce. La régulation de la liquidité ou la baisse du taux de la réserve monétaire tel que vient de décider la Banque Centrale à partir du 1^{er} Janvier 2008 ne permettent pas à l'autorité monétaire d'influencer l'emploi de ces fonds. Il en découle une imprudence et un risque d'utilisation des ressources bancaires à des **fins spéculatives** ce qui **rappelle les principales raisons de la crise financière** actuelle. Des solutions alternatives plus efficaces sont possibles telles que :

- la pratique du réescompte sélectif et/ou d'une politique d'open market qui se traduit par un achat ferme des titres des crédits notamment des crédits à moyen terme. De telles pratiques sont liées directement au financement de l'économie réelle.
- la baisse du taux directeur pour engendrer la baisse des taux du marché monétaire et favoriser les canaux de transmission les plus féconds.
- la fixation d'un taux de la réserve monétaire préférentiel ainsi que des taux de refinancement sélectifs pour les emplois en crédit d'investissement .

Conclusion générale

A travers cette étude, nous nous sommes fixés comme objectif de présenter d'abord un bilan de la politique monétaire marocaine dans le contexte de la libéralisation financière ; ensuite, d'aborder le volet des voies et mesures alternatives à même de rendre la politique monétaire active. Cette politique a connu diverses mutations que l'on a résumées en deux générations :

- La première génération de réformes a commencé au début des années 1990, elle se fonde sur les analyses de l'école Monétariste et de la théorie de la Répression Financière. L'objet de ces premières réformes a été le remplacement des instruments de contrôle direct par des techniques indirectes plus libérales. Désormais, la Banque Centrale intervient sur le marché interbancaire pour assurer le refinancement des banques tout en

veillant à ce que le taux du marché interbancaire soit maintenu à l'intérieur d'un corridor composé dans un premier temps du taux des avances hebdomadaires sur appel d'offre comme taux plancher et des avances pour 24 heures comme plafond. Il s'agissait donc de faire du taux au jour le jour un objectif opérationnel, l'objectif intermédiaire étant la règle monétaire et l'objectif final : la stabilité des prix.

Au Maroc, ce cadre s'est avéré inadapté au contexte de la surliquidité devenue structurelle entre 2001 et 2007 ce qui a nécessité une refonte car le système bancaire est passé « hors banque ». Au cours de cette période, Bank Al Maghrib intervenait sur le marché interbancaire de façon quasi exclusive à travers les techniques de retrait de liquidités. Le taux des facilités de dépôt pour 24h fixé à 2.25% devient le taux plancher du corridor.

Cependant, depuis février 2007, le système redevient « en banque », la surliquidité étant résorbée, la Banque Centrale utilise les techniques d'injection des liquidités (avances à 7 jours, avances à 24heures, swaps de change...) comme instruments d'intervention sur le marché interbancaire. A titre secondaire, elle utilise le taux de la réserve monétaire.

Aujourd'hui, la politique monétaire a comme objectif final la stabilité des prix : pour y arriver, elle manipule des instruments de régulation de la liquidité afin d'atteindre un objectif opérationnel : le niveau du taux du marché interbancaire qu'elle veut maintenir entre les deux limites du corridor (facilité de dépôts à 24h : 2.25% et avances à 24h : 4.25%). Le taux directeur est le taux des avances à 7 jours : 3.25%. Cependant, comme le lien entre taux du marché interbancaire et objectif final est vague, la banque centrale est appelée à déterminer un objectif intermédiaire. Pour les politiques monétaristes, cet objectif est la règle monétaire. Au Maroc, comme ailleurs, la politique de fixation d'une norme monétaire va connaître un manque de cohérence : l'instabilité des agrégats de monnaie en raison des innovations financières et de la globalisation financière a réduit leur efficacité. En 2006, Bank Al Maghrib a délaissé la fixation d'une norme de croissance monétaire, elle s'oriente vers le suivi d'un ensemble d'indicateurs aussi bien financiers que réels. De plus, elle oriente sa politique en fonction des prévisions d'inflation qu'elle cherche à

estimer aussi bien par l'indice du coût de la vie que par son dérivé le taux d'inflation sous-jacente.

Nous avons montré que quelle que soit la situation de déficit ou d'excédent des liquidités, la politique monétaire de Bank al Maghrib est très passive, il s'agit toujours d'une régulation des liquidités, par injection ou retrait de liquidités et par la réserve monétaire sans impact sur l'usage des ressources bancaires et donc sur l'économie réelle. De plus, l'usage des fonds avancés échappe presque totalement à la Banque Centrale, cette imprudence représente **un risque potentiel** d'affectation des ressources bancaires à des usages spéculatifs ce qui rappelle les causes de la crise financière.

- La deuxième génération de réformes trouve ses fondements théoriques dans les travaux de la Nouvelle Ecole Classique. Ces réformes ont pour objet la mise en place de nouveaux statuts donnant plus d'autonomie à la Banque Centrale dans le but de renforcer sa crédibilité en matière de lutte contre l'inflation avec plus de transparence et de responsabilité. Il s'agit de remplacer le modèle de banque centrale sous-tutelle par celui de banque centrale indépendante. Nous avons montré d'abord que cette autonomie n'est pas une urgence dans le cas du Maroc où l'inflation est déjà faible et n'a pas forcément une origine monétaire. De plus, le déficit budgétaire qui est déjà limité à 3% du PIB n'est plus financé par des moyens monétaires.

Cependant, même s'il est difficile de concevoir une autonomie du pouvoir monétaire par rapport au pouvoir politique dans les pays en développement où la séparation des pouvoirs est souvent théorique et le pouvoir exécutif est omnipotent, et où la frappe de monnaie est un privilège régalién, on peut penser que cette autonomie peut être une occasion pour renforcer le rôle de la politique monétaire et limiter le recours au seigneurage. Le seigneurage engendre l'inflation et l'inflation attaque le pouvoir d'achat de la monnaie et remet en cause ses trois fonctions ; or, la monnaie est un bien commun à tous, sa valeur influence toutes les décisions économiques, il est important de la sauvegarder.

Comme il n'y a pas de crédibilité sans transparence, Bank al Maghrib a mis en place une politique de communication à travers plusieurs

canaux : publication des rapport sur la politique monétaire, conférence de presse...

Cependant, certains aspects liés à la rémunération des responsables de la Banque Centrale ainsi qu'à leur responsabilité devant la chambre des représentants soulèvent encore des interrogations. La rémunération du gouverneur et du vice-gouverneur est fixée par décret ce qui laisse un biais quand à l'autonomie des responsables de la Banque. La responsabilité démocratique n'est toujours pas arrêtée.

Enfin, nous avons avancé que dans les pays en développement où le pouvoir est souvent centralisé, l'exécutif est dominant, l'autonomie de la Banque Centrale ne peut être une réalité que dans un cadre supranational. Une « **Banque Centrale Maghrébine** », avec une monnaie unique à l'instar de la BCE peut avoir une plus grande autonomie.

Malgré toutes les limites, la présence d'une Banque Centrale autonome peut être une opportunité pour un pays comme le Maroc où les soucis de la croissance et de l'emploi doivent être omniprésents. Cependant, il est nécessaire de dépasser la politique monétaire passive qui se limite exclusivement à la recherche de stabilité des prix par une stratégie indicative de régulation des liquidités bancaires. A côté de la responsabilité de la politique monétaire et de la recherche de stabilité des prix, Bank Al Maghrib a la responsabilité de la supervision bancaire et donc de la stabilité du système bancaire ; or, il ne peut y avoir de monnaie stable sans système bancaire stable. De plus, un système bancaire qui dispose avec une liberté totale des ressources s'expose à un risque potentiel. La banque centrale doit doubler de vigilance. La crise actuelle a vu l'implosion des systèmes les plus sophistiqués du monde !

La deuxième partie de cette étude, à travers l'analyse de son cadre opérationnel, nous a permis de conclure qu'un potentiel de moyens existe, il se justifie par les possibilités qu'offrent les actions liées aux canaux de transmission monétaire dans un cadre dominé par la finance indirecte. Dans ce contexte, le canal monétaire et le canal du crédit apparaissent comme étant les canaux les plus féconds. Cependant, au lieu d'activer la politique monétaire à travers ces canaux, Bank Al Maghrib agit parfois dans le sens

opposé. La politique monétaire au Maroc est axée sur la régulation passive des liquidités du marché, elle intervient dans deux situations symétriques :

- Dans le cas de la surliquidité :

Les retraits de liquidités et la fixation d'un plancher de 2.25% au taux interbancaire ne favorise pas la baisse des taux d'intérêt. Les techniques de retraits de liquidité nous paraissent avoir quatre effets pervers défavorables :

- (i) **un effet boule de neige** : les liquidités retirées ne le sont que temporairement (24h ou 7 jours) et sont remises aux banques augmentées des intérêts ;
- (ii) **un effet- volume** : les retraits de liquidités réduisent quantitativement les possibilités d'offre du crédit ce qui réduit l'efficacité du canal du crédit ;
- (iii) **un effet- prix** : elle pousse les taux d'intérêt à la hausse avec l'institution du taux plancher pour le taux du marché, ce qui limite l'efficacité du canal monétaire et le canal du crédit.
- (iiii) **un effet d'annonce** : les banques ne sont pas contraintes de chercher les possibilités nouvelles de placement, elles savent qu'elles peuvent placer ces excédents à un taux au moins égal au taux plancher.

Nous estimons que la surliquidité doit être considérée comme une opportunité et non une pathologie. C'est l'occasion de favoriser le financement de l'économie par la baisse des taux d'intérêt et l'abondance des liquidités ce qui renforce la concurrence, ce qui est conforme aux canaux de transmission analysés.

- Dans le cas du déficit de liquidités :

La Banque centrale intervient par des mesures d'injection des liquidités, des techniques de swaps de change et accessoirement la baisse du taux de la réserve monétaire. Dans tous les cas, ces mesures n'ont pas d'influence sur l'usage bancaire de ces ressources. Bank Al Maghrib peut mettre en application des techniques plus actives et efficaces de politique

monétaire et que recèlent ses statuts. Il est nécessaire de favoriser les emplois productifs au détriment des usages spéculatifs. On peut citer :

- la pratique du réescompte (prévue par les statuts et non utilisée) notamment des crédits à moyen terme. C'est un moyen plus actif avec un impact direct sur l'activité économique ;
- l'utilisation de façon sélective du taux de la réserve monétaire en faveur des emplois destinés aux crédits à l'investissement ;
- l'institution d'une gestion plus sélective et individualisée du refinancement des banques en fonction de l'emploi des ressources injectées ;

La Banque Centrale peut saisir l'opportunité de mettre en place une politique monétaire plus pragmatique et plus préventive. Elle doit agir sur la conjoncture et non subir ses effets ■

ANNEXES

Annexe 1

Evolution de la répartition des crédits bancaires
par terme et part des créances en souffrance

En millions de dh

Années	Crédit à court terme	Crédits à moyen et long terme	Créances en souffrance	Part de créances en souffrances	Total des crédits bancaires	Taux de croissance du total des crédits
1995	61 216	50 475	11 759	9.2%	128 661	-
1996	66 504	54 578	16 337	11.6%	141 667	10.10%
1997	68 636	58 799	16 564	11%	151 203	6.73%
1998	75 750	63 138	21 144	12.6%	167 602	10.84%
1999	81 192	70 276	28 554	15.6%	183 531	9.50%
2000	84 310	84 333	35 803	17.5%	204 446	11.39%
2001	87 413	83 901	35 699	17.2%	208 026	1.75%
2002	92 522	83 741	38 021	17.7%	214 284	3.0%
2003	95 578	92 468	43 224	18.7%	231 270	7.9%
2004	103 252	95 968	48 070	19.4%	247 290	6.9%
2005	114 993	119 534	43 605	15.7%	278 132	12.5%
2006	138 055	153 696	35 606	10.9%	327 357	17.7%
2007	174 205	215 056	33 311	7.9%	422 572	29.1%

Source : Tableau élaboré à partir des données de Bank Al Maghrib

Annexe 2

Avances de Bank al maghrib sur le marché monétaire année 2006

XI-2 - INTERVENTIONS DE BANK AL-MAGHRIB SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE

(En millions de dirhams)

Année 2006 (moyenne quotidienne de la semaine)	Facilités à l'initiative de Bank Al-Maghrib				Facilités à l'initiative des banques		Total
	Avances à 7 jours sur appels d'offres	Reprises de liquidités	Open market	Swap de change	Avances à 24 heures	Facilités de dépôt à 24 heures	
1er au 04 janvier 2006	-	-	-	-	-	4 983	-4 983
5 au 11 janvier	-	-	-	-	-	-11 366	-11 366
12 au 18 janvier	-	-	-	-	-	-6 920	-6 920
19 au 25 janvier	-	-	-	-	-	-6 051	-6 051
26 janvier au 1er février	-	-	-	-	-	-1 714	-1 714
2 au 8 février	-	-	-	-	-	-6 429	-6 429
9 au 15 février	-	-	-	-	-	-5 943	-5 943
16 au 22 février	-	-	-	-	-	-4 157	-4 157
23 février au 1er mars	-	-	-	-	-	929	929
2 au 8 mars	-	-	-	-	-	-4 000	-4 000
9 au 15 mars	-	-	-	-	-	-7 156	-7 156
16 au 22 mars	-	-	-	-	-	-7 960	-7 960
23 au 29 mars	-	-	-	-	-	-2 017	-2 017
30 mars au 5 avril	-	-	-	-	-	-5 970	-5 970
6 au 12 avril	-	-	-	-	-	-4 940	-4 940
13 au 19 avril	-	-	-	-	-	-3 423	-3 423
20 au 26 avril	-	-	-	-	-	-756	-756
27 avril au 3 mai	-	-	-	-	-	-2 294	-2 294
4 au 10 mai	-	-5 000	-	-	-	914	5 914
11 au 17 mai	-	-6 000	-	-	-	-461	-6 461
18 au 24 mai	-	-4 500	-	-	-	-1 951	-6 451
25 au 31 mai	-	-5 000	-	-	-	-	-5 000
1er juin au 7 juin	-	-5 000	-	-	-	-	-5 000
8 au 14 juin	-	-4 000	-	-	-	-	-4 000
15 au 21 juin	-	-6 000	-	-	-	-4 277	-10 277
22 au 28 juin	-	-6 000	-	-	-	-	-6 000
29 juin au 5 juillet	-	-3 000	-	-	-	-	-3 000
6 au 12 juillet	-	-2 000	-	-	616	-	-1 384
13 au 19 juillet	2 500	-	-	-	-	-1 285	1 214
20 au 26 juillet	-	-	-	-	-	-1 039	-1 039
27 juillet au 2 août	1 000	-	-	-	-	-	1 000
3 au 9 août	-	-2 000	-	-	-	-1 429	-3 429
10 au 16 août	-	-1 000	-	-	14	-	-986
17 au 23 août	-	-	-	-	2	214	-212
24 au 30 août	-	-	-	-	-	-572	-572
31 août au 6 septembre	-	-5 000	-	-	-	-286	-5 286
7 au 13 septembre	-	-7 000	-	-	-	-526	-7 526
14 au 20 septembre	-	-10 350	-	-	-	-2 247	-12 597
21 au 27 septembre	-	-8 600	-	-	-	-	-8 600
28 septembre au 4 octobre	-	-10 000	-	-	-	-2 071	-12 071
5 au 11 octobre	-	-12 000	-	-	-	-571	-12 571
12 au 18 octobre	-	-11 000	-	-	-	-1 336	-12 336
19 au 25 octobre	-	-7 400	-	-	-	29	-7 429
26 octobre au 1er novembre	-	-12 900	-	-	-	-	-12 900
2 au 8 novembre	-	-14 000	-	-	-	-	-14 000
9 au 15 novembre	-	-7 000	-	-	-	-	-7 000
16 au 22 novembre	-	-10 000	-	-	-	-1 345	-11 345
23 au 29 novembre	-	-10 000	-	-	-	-	-10 000
30 novembre au 6 décembre	-	-10 000	-	-	-	-	-10 000
7 au 13 décembre	-	-5 000	-	-	-	-1 143	-6 143
14 au 20 décembre	-	-3 000	-	-	-	929	-3 929
21 au 27 décembre	-	-2 500	-	-	-	-	-2 500
28 au 31 décembre 2006	-	-4 000	-	-	-	-	-4 000
Moyenne	66	-3.759	0	0	12	-2.069	-5.750

Source : Bank Al-Maghrib

Annexe 3

Avances de Bank al maghrib sur le marché monétaire année 2007

XI-2 - INTERVENTIONS DE BANK AL-MAGHRIB SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE

Année 2007 (moyenne quotidienne de la semaine)	Facilités à l'initiative de Bank Al-Maghrib					Facilités à l'initiative des banques		Total
	Avances à 7 jours sur appel d'offres	Reprises de liquidités	Open market	Swap de change	Pension livrée	Avances à 24 heures	Facilité de dépôt à 24 heures	
1er au 03 janvier 2007	-	-4 000	-	-	-	-	-	-4 000
4 au 10 janvier	-	-7 000	-	-	-	-	-	-7 000
11 au 17 janvier	-	-7 000	-	-	-	-	-	-7 000
18 au 24 janvier	-	-5 650	-	-	-	-	-	-5 650
25 au 28 janvier	-	-	-	-	-	-	-	0
1er au 7 février	-	-1 000	-	-	-	-	-	-1 000
8 au 14 février	-	-4 000	-	-	-	-	-	-4 000
15 au 21 février	-	-3 000	-	-	-	-	-1 293	-4 293
22 au 28 février	-	-	-	-	-	-	-	0
1er au 7 mars	3 000	-	-	-	714	-	-	3 714
8 au 14 mars	5 500	-	-	-	-	-	-	5 500
15 au 21 mars	1 000	-	-	-	-	-357	-	643
22 au 28 mars	1 000	-	-	-	-	-	-	1 000
29 mars au 4 avril	-	-	-	-	-	-	-	0
5 au 11 avril	-	-	-	-	-	-	-	0
12 au 18 avril	6 000	-	-	-	-	-	-	6 000
19 au 25 avril	4 000	-	-	-	-	-544	-	3 456
26 avril au 2 mai	2 000	-	-	-	-	-	-	2 000
3 au 9 mai	1 500	-	-	-	1 143	-	-	2 643
10 au 16 mai	6 500	-	-	-	686	-	-	7 186
17 au 23 mai	3 000	-	-	-	-	-	-	3 000
24 au 30 mai	2 000	-	-	-	-	-	-	2 000
31 mai au 6 juin	-	-	-	-	-	-	-	0
7 au 13 juin	2 500	-	-	-	429	-	-	2 929
14 au 20 juin	4 000	-	-	-	-	-	-	4 000
21 au 27 juin	-	-	-	-	-	-	-	0
28 juin au 4 juillet	-	-	-	-	-	-	-	0
5 au 11 juillet	-	-	-	-	-	-	-	0
12 au 18 juillet	5 000	-	-	-	-	-	-	5 000
19 au 25 juillet	2 500	-	-	-	-	300	-	2 800
26 juillet au 1er août	5 000	-	-	-	-	-	-	5 000
2 au 8 août	2 000	-	-	-	-	-	-	2 000
9 au 15 août	6 500	-	-	-	-	-	-	6 500
16 au 22 août	-	-	-	-	4 041	-	-	4 041
23 au 29 août	7 500	-	-	-	-	-	-	7 500
30 août au 5 septembre	3 000	-	-	-	-	-	-	3 000
6 au 12 septembre	-	-	-	-	-	-	-	0
13 au 19 septembre	1 500	-	-	-	1 500	-	-	3 000
20 au 26 septembre	4 000	-	-	-	-	-	-	4 000
27 septembre au 3 octobre	7 000	-	-	-	-	1 714	-	8 714
4 au 10 octobre	12 000	-	-	-	-	1 500	-	13 500
11 au 17 octobre	10 000	-	-	-	-	6 823	-	16 823
18 au 24 octobre	10 000	-	-	-	-	4 729	-	14 729
25 au 30 octobre	10 000	-	-	-	-	1 437	-	11 437
1er au 7 novembre	10 000	-	-	-	-	3 129	-	13 129
8 au 14 novembre	10 000	-	-	-	-	2 714	-	12 714
15 au 21 novembre	12 000	-	-	-	-	-	-	12 000
22 au 28 novembre	12 000	-	-	-	-	-	-	12 000
29 novembre au 5 décembre	9 000	-	-	-	-	429	-	9 429
6 au 12 décembre	11 000	-	-	-	-	-	-	11 000
13 au 19 décembre	15 000	-	-	-	-	-	-	15 000
20 au 26 décembre	12 740	-	-	-	-	-	-	12 740
27 déc. 07 au 2 janv. 2008	5 000	-	-	-	-	-	-	5 000
Moyenne	4.240	-597	-	-	161	430	-41	4.192

Source: Bank Al-Maghrib

Annexe 4

Intervention de BAM sur le marché monétaire 2008

(en millions de dirhams)

Année 2008 moenne quotidienne de la semaine	Facilites à l'initiative de Bank Al-Maghrib					Facilites à l'initiative des banques		Total
	Avances à 7 jours sur appels d'offres	Reprises de liquidités à 7 jours	Open Market	Swap de change	Pension livree	Avances à 24 heures	Facilites de dépôts à 24 heures	
27 dec 07 au 2 janv 2008	5 000	-	-	-	-	-	-	5 000
3 au 9 janvier	4 000	-	-	-	733	53	-	4 816
10 au 16 janvier	4 429	-	-	-	2 934	-	-	7 363
17 au 23 janvier	5 000	-	-	-	-	-	-	5 000
24 au 30 janvier	10 000	-	-	-	-	-	-	10 000
31 janvier au 6 février	10 000	-	-	-	-	-	-	10 000
7 au 13 février	6 000	-	-	-	-	-	-	6 000
14 au 20 février	0	-	-	-	3 429	-	-	3 429
21 au 27 février	11 000	-	-	-	-	-	-	11 000
28 février au 5 mars	13 000	-	-	-	-	-	-	13 000
6 au 12 mars	13 000	-	-	-	-	-	-	13 000
13 au 19 mars	15 000	-	-	-	-	-	-	15 000
20 au 26 mars	13 14	-	-	-	-	-	-	13 14
27 mars au 2 avril	13 000	-	-	-	-	-	-	13 000
3 au 9 avril	13 000	-	-	-	-	-	-	13 000
10 au 16 avril	8 000	-	-	-	-	-	-	8 000
17 au 23 avril	13 000	-	-	-	-	-	-	13 000
24 au 30 avril	17 000	-	-	-	-	-	-	17 000
1 au 7 mai	15 286	-	-	-	-	-	-	15 286
8 au 14 mai	13 000	-	-	-	-	-	-	13 000
15 au 21 mai	13 000	-	-	-	-	-	-	13 000
22 au 28 mai	5000	-	-	-	-	-	-	5 000
29 mai au 4 juin	5000	-	-	-	-	-	-	5 000
5 au 11 juin	0	-	-	-	-	-	-	0
12 au 18 juin	4 000	-	-	-	-	-	-	4 000
19 au 25 juin	7 000	-	-	-	-	-	-	7 000
26 juin au 2 juillet	0	-	-	-	-	-	-	0
3 au 9 juillet	7 000	-	-	-	-	-	-	7 000
10 au 16 juillet	14 000	-	-	-	-	-	-	14 000
17 au 23 juillet	8 150	-	-	-	1200	-	-	9 350
24 au 30 juillet	16 000	-	-	-	-	-	-	16 000
31 juillet au 6 août	10 000	-	-	-	-	-	-	10 000
7 au 13 août	15 000	-	-	-	-	-	-	15 000
14 au 20 août	14 000	-	-	-	-	-	-	14 000
21 au 27 août	14 000	-	-	-	-	-	-	14 000
28 août au 3 septembre	10 000	-	-	-	-	-	-	10 000
4 au 10 septembre	5 500	-	-	-	-	-	-	5 500
11 au 17 septembre	6 500	-	-	-	-	-	-	6 500
18 au 24 septembre	11 000	-	-	-	-	-	-	11 000
25 septembre au 1 octobre	9 000	-	-	-	-	-	-	9 000
2 au 5 octobre	9 000	-	-	-	-	-	-	9 000
9 au 15 octobre	14 260	-	-	-	-	-	-	14 260
16 au 21 octobre	11 860	-	-	-	-	-	-	11 860
22 au 29 octobre	12 000	-	-	4 225	429	-	-	16 654
30 octobre au 5 novembre	12 000	-	-	4 225	-	-	-	16 225
6 au 12 novembre	14 057	-	-	4 225	1 414	300	-	19 996
13 au 19 novembre	16 000	-	-	4 225	900	471	-	21 596
20 au 26 novembre	16 160	-	-	3 923	-	-	-	20 083
27 novembre au 3 decembre	20 380	-	-	3 520	1 457	-	-	25 357
4 au 10 decembre	22 110	-	-	3 520	-	947	-	26 577
11 au 17 decembre	19 000	-	-	3 520	-	557	-	23 077
18 au 24 decembre	25 220	-	-	2 514	-	-	-	27 734
25 au 31 decembre	15 000	-	-	-	-	-	-	15 000

Source : Bank Al-Maghrib

Annexe 5

Taux d'intervention de BAM sur le marché interbancaire 1995- 1999

Années	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Dec.
1995												
- 1 jour	12.25	12.25	12.25	12.25	12.25	-	-	-	-	-	-	-
- 3 jours	12.13	12.125	12.125	12.125	12.125	-	-	-	-	-	-	-
- 7 jours	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	-	-	-	-	-	-	-
- 7 jours (appels d'offres) ⁽¹⁾	-	-	-	-	-	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
- 5 jours ⁽²⁾	-	-	-	-	-	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50
- 24 heures ⁽³⁾	-	-	-	-	-	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50
1996												
- 7 jours (appels d'offres)	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	6.50 ⁽²⁾	6.50
- 5 jours	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.00 ⁽²⁾	8.00
- 24 heures	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.00 ⁽²⁾	12.00
1997												
- 7 jours (appels d'offres)	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
- 5 jours	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
- 24 heures	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
1998												
- 7 jours (appels d'offres)	6.50	6.00 ⁽³⁾	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
- 5 jours	8.00	7.50 ⁽³⁾	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
- 24 heures	12.00	11.50 ⁽³⁾	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50
1999												
- 7 jours (appels d'offres)	6.00	6.00	5.50 ⁽⁴⁾	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00 ⁽⁵⁾	5.00	5.00	5.00
- 5 jours	7.50	7.50	7.00 ⁽⁴⁾	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	6.50 ⁽⁵⁾	6.50	6.50	6.50
- 24 heures (à l'initiative des des banques)	11.50	11.50	11.00 ⁽⁴⁾	11.00	11.00	11.00	11.00	11.00	10.50 ⁽⁶⁾	10.50	10.50	10.50
- 24 heures (couverture des soldes débiteurs)			13.00 ⁽⁵⁾	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	12.50 ⁽⁶⁾	12.50	12.50	12.50
- Reprises de liquidités										4.50 ⁽⁷⁾	4.50	4.50

(1) A partir du 1er juin 1995.

(2) Les taux d'intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire ont été réduits de 50 points de base le 7 novembre 1996

(3) Les taux d'intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire ont été réduits de 50 points de base le 18 février 1998

(4) Les taux d'intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire ont été réduits de 50 points de base le 23 mars 1999

(5) La distinction est désormais faite entre les avances à 24 heures, à l'initiative des banques, et celles accordées automatiquement pour la couverture des soldes débiteurs.

(6) Les taux d'intervention de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire ont été réduits de 50 points de base à compter du 22 septembre 1999.

(7) Dépôts constitués par les banques auprès de Bank Al-Maghrib entre le 12 octobre et le 19 décembre 1999.

Source : Bank Al-Maghrib

Annexe 6

Taux d'intervention de BAM sur le marché interbancaire 2000- 2004

Années	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.
2000												
- 7 jours (appels d'offres)	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
- 5 jours	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
- 24 heures (à l'initiative des banques)	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50
- 24 heures (couverture des soldes débiteurs)	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50
- Reprises de liquidités	-	4.50	4.50	4.50	4.50	-	-	-	-	-	-	4.00-4.70
2001												
- 7 jours (appels d'offres)	5.00	5.00	4.75 ⁽¹⁾	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.25 ⁽²⁾	4.25
- 5 jours	6.50	6.50	5.75 ⁽¹⁾	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25 ⁽²⁾	5.25
- 24 heures (à l'initiative des banques)	10.50	10.50	9.75 ⁽¹⁾	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	9.25 ⁽²⁾	9.25
- 24 heures (couverture des soldes débiteurs)	12.50	12.50	11.75 ⁽¹⁾	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.25 ⁽²⁾	11.25
- Reprises de liquidités	4.75	-	-	4.25 - 4.50	4 - 4.50	4 - 4.50	3.00	4.00	3 - 4.00	3.00	3.00	3.00
2002												
- 7 jours (appels d'offres)	4.25	4.25	3.75 ⁽³⁾	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.25 ⁽⁴⁾
- 5 jours	5.25	5.25	4.75 ⁽³⁾	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.25 ⁽⁴⁾
- 24 heures (à l'initiative des banques)	9.25	9.25	8.75 ⁽³⁾	8.75	8.75	8.75	8.75	8.75	8.75	8.75	8.75	8.25 ⁽⁴⁾
- 24 heures (couverture des soldes débiteurs)	11.25	11.25	10.75 ⁽³⁾	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.25 ⁽⁴⁾
- Reprises de liquidités	3.00	3.00	3.00	3.00	2.5-3.00 ⁽⁴⁾	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
2003												
- 7 jours (appels d'offres)	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
- 5 jours	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
- 24 heures (à l'initiative des banques)	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25
- 24 heures (couverture des soldes débiteurs)	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25
- Reprises de liquidités	-	-	-	-	-	-	-	-	3.25 ⁽⁶⁾	3.25	3.25	3.25
2004												
- 7 jours (appels d'offres)	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
- 5 jours	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
- 24 heures (à l'initiative des banques)	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25
- 24 heures (couverture des soldes débiteurs)	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25	10.25
- Reprises de liquidités	3.00	2.94	2.66	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
- Facilité de dépôt ⁽⁷⁾	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25

(1) A compter du 21 mars 2001, Bank Al-Maghrib a réduit de 25 points de base le taux des avances à 7 jours sur appels d'offres et de 75 points de base ceux des avances à 5 jours et à 24 heures.

(2) A compter du 8 novembre 2001, Bank Al-Maghrib a réduit de 50 points de base les taux de ses interventions sur le marché monétaire.

(3) A compter du 19 mars 2002, Bank Al-Maghrib a réduit, de 50 points de base, les taux de ses interventions sur le marché monétaire.

(4) A compter du 13 mai 2002, Bank Al-Maghrib a réduit, de 50 points de base, le taux des reprises de liquidités.

(5) A compter du 26 décembre 2002, Bank Al-Maghrib a réduit, de 50 points de base, les taux de ses interventions sur le marché monétaire.

(6) A compter du 22 septembre 2003, Bank Al-Maghrib a procédé à des opérations de reprise de liquidités sous forme d'emprunts à 24 heures.

(7) A compter du 7 janvier 2004, Bank Al-Maghrib a décidé d'instituer la facilité de dépôt à 24 heures à taux fixe, à l'initiative des banques.

Source : Bank Al-Maghrib

Annexe 7

Taux des interventions de BAM sur le marché monétaire 2004-2008 (en %)

Années	Janv	Fév	Mars	Avr.I	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept	Oct	Nov	Dec
2004												
- 7 jours appels d'offres:	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
- Strip de change												
- Repuses de liquidités												
à 7 jours appels d'offres	3,00	2,94	2,66	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
- 5 jours à l'initiative												
des banques:	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
- Facilité de dépôt												
à 24 heures	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
- 24 heures à l'initiative												
des banques:	8,25	8,25	5,25	5,25	8,25	8,25	8,25	5,25	8,25	8,25	8,25	8,25
- 24 heures (conversion												
des soldes débiteurs:	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25	10,25
2005												
- 7 jours appels d'offres:	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
- Repuses de liquidités												
à 7 jours appels d'offres	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
- 24 heures à l'initiative												
des banques:	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
- Facilité de dépôt												
à 24 heures	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
2006												
- 7 jours appels d'offres:	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
- Repuses de liquidités												
à 7 jours appels d'offres	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
- 24 heures à l'initiative												
des banques:	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
- Facilité de dépôt												
à 24 heures	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
2007												
- 7 jours appels d'offres:	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
- Repuses de liquidités												
à 7 jours appels d'offres	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
- 24 heures à l'initiative												
des banques:	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
- Facilité de dépôt												
à 24 heures	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
2008												
- 7 jours appels d'offres:	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,31 ¹	3,50	3,50	3,50
- Repuses de liquidités												
à 7 jours appels d'offres	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
- 24 heures à l'initiative												
des banques:	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,31 ¹	4,50	4,50	4,50
- Facilité de dépôt												
à 24 heures	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,31 ¹	2,50	2,50	2,50

NE : A compter du 22 septembre 2003, Bank Al-Maghrib a procédé à des opérations de repuses de liquidités sous forme d'emprunts à 24 heures

A compter du 1^{er} janvier 2004, Bank Al-Maghrib a décidé d'instruire la facilité de dépôt à 24 heures à taux fixe, à l'initiative des banques

A compter de janvier 2005, Bank Al-Maghrib a procédé au remplacement des avances à 5 jours par les avances à 24 heures à l'initiative des banques

¹ : Hausse du taux directeur de 25 point de base lors de la réunion du conseil de BAM tenu le 23 septembre 2008

Source : Bank Al-Maghrib

BIBLIOGRAPHIE

1- les ouvrages

- Aglietta M. Macroéconomie Financière - 5^{ème} édition- la Découverte - Paris 2008.
- Allegret J.P. et Courbis B., Monnaie et financement Vuibert- 2000.
- Banque de France, La politique monétaire à l'heure du marché mondial des capitaux - Banque de France 1998.
- Benassy-Quéré A. ; Boone L. ; Coudert V. es taux d'intérêt La découverte 1998
- Bénassy-Quéré Agnès et autres : Politique Economique – De Boeck Université -2005.
- Bramoullé G. – Augey D. Economie monétaire, Dalloz, 1998.
- Bordes C. La politique Monétaire – la Découverte, Paris 2007.
- Duthil G. et Marois W. et autres : Politiques économiques - ellipses – 1997.
- De Boissieu C. Monnaie et Economie, Economica, 1998
- Demarolle A. - Quinet A. Economie des taux d'intérêt, Puf 1996
- Diatkine S. Théories et politique monétaire Armand Collin
- Friedman M, Inflation et Systèmes monétaires, Calman-Lévy, 1976
- Goux J.F. Economie monétaire et financière. Economica, 1998
- Guillaumont Jeanney S. Monnaie et finances, Thémis.1998
- Keynes J.M. Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie Payot, 1975.
- McKinnon R.; Money and Capital in Economic Development, Brookings Institution, Washington, 1973.
- Mankiw N.G. Principes de l'économie Nouveaux Horizons, 2001
- Mishkin F. Monnaie, banque et marchés financiers, 8^{ème} édition – Nouveaux horizons, 2007.

- Plihon D., *La monnaie et ses mécanismes*, La Découverte, 2000.
- Shaw E.S. *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press- New York, 1973.
- Stiglitz J.E., *Principes d'économie moderne*, De Boeck Université, 2000.
- Voisin M. *Monnaie et politique monétaire – Bréal – 2006.*

2- Articles

- Akerlof G. Interview réalisée par Challenge (Armonk- Etats-Unis) reproduite par problèmes économiques n° 2821 du 3 septembre 2003.
- Brana Sophie, les mutations de la politique monétaire, article reproduit par problèmes économiques n° 2911 ; 22 novembre 2006.
- Jacquillat B. « Instituer de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières » - *Revue d'Economie Financière – Numéro Hors Série 2008.*
- Goux J.F. *Le canal étroit du crédit en France – Essai de vérification macro-économique 1970- 1994-* *Revue d'économie politique* 106 (4) – juillet/ août 1996.
- Mishkin F. « Les canaux de transmission monétaire : leçons pour une politique monétaire » *Bulletin de la Banque de France – N° 27 – Mars 1996.*
- Plihon D. « Pour une réforme globale de la théorie et de la régulation financières » *Revue d'Economie Financière – Hors-Série 2008.*
- Rosenwald F. *L'influence de la sphère financière sur la sphère réelle : les canaux du crédit* *Bulletin de la Banque de France – 1^{er} trimestre 1995 – Supplément « Etudes ».*
- Ricoeur- Nicolaï N. et Zlotowski Y., *Système de financement et efficacité de la politique monétaire*, *Revue économique* volume 46 N° 2 mars 1995.

- Venet B.; Libéralisation financière et développement économique, une revue critique de la littérature Revue d'économie financière n°29 - Eté 1994.

3- Bibliographie relative à l'économie marocaine

- Akaaboune M. ; « Taux d'intérêt au Maroc » Thèse de Doctorat – octobre 2004
- Actes du colloque de l'Association des membres de l'inspection des Finances et de l'Association des économistes marocains : le secteur financier marocain : Bilan et perspectives 1998.
- Entretien avec A. Jouahri, gouverneur de Bank Al Maghrib- Les Documents de l'Economiste ; « Système financier – Cinquante glorieuses » - Janvier 2009

4- Documents officiels utilisés:

- Rapports annuels de Bank al Maghrib : 1960 - 2007
- Rapports trimestriels de BAM sur la politique monétaire depuis 2006 - 2008
- Rapports annuels de BAM sur le contrôle et l'activité des établissements de crédit
- Bulletins trimestriels de Bank al Maghrib

5- sites web consultés :

- Groupe d'analyse et de théorie économique CNRS : www.gate.cnrs.fr
- Banque de France : www.banque-france.fr
- Banque centrale européenne : www.ecb.int
- Bank al Maghrib : www.bankalmaghrib.ma
- Banque des règlements internationaux : www.bis.org.

LA REGULATION MONETAIRE PAR LES TAUX AU MAROC: JUSTIFICATION ET PORTEE

Adil ELMARHOUM^{*}
Nour-eddine KHNIJER^{**}

Résumé :

Depuis 1995, le Maroc a procédé à une refonte globale des instruments de la politique monétaire. Ainsi, on a assisté à l'introduction de nouvelles procédures de refinancement via le marché pour réguler la liquidité. Cette révision des modalités d'intervention de Bank Al Maghrib a été motivée d'un côté, par des facteurs liés principalement aux limites de l'intervention directe et d'un autre côté, par un mouvement international d'abandon des techniques de contrôle direct au profit des procédures de marché.

L'étude de l'efficacité de ce nouveau dispositif de régulation monétaire, à l'aide d'un modèle économétrique, a montré sa faible portée aussi bien dans un contexte de liquidité normale que dans un contexte de surabondances des trésoreries bancaires. Néanmoins, ces résultats sont à prendre avec précaution en raison de la perturbation de l'évolution des agrégats monétaires (objectifs intermédiaires de la politique monétaire) à cause du processus d'innovation financière.

* Enseignant-chercheur à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales ,
Université Mohamed V , Agdal, Rabat.

E-Mail: adil_elmarhoum@menara.ma

** Doctorant en Monnaie-Finance, Université Mohamed V, Agdal, Rabat, khnijer@yahoo.fr

INTRODUCTION

Le mouvement de libéralisation financière entamé au Maroc au cours de la décennie 80 a été renforcé, à partir de 1995, par une refonte globale des mécanismes de régulation monétaire qui a donné naissance aux nouvelles techniques de refinancement via le marché.

Cette substitution de la logique du marché comme fondement des décisions de politique monétaire à l'intervention directe s'est effectuée d'une manière progressive à travers une adaptation du cadre réglementaire d'intervention de la banque centrale en fonction du changement du contexte de liquidité.

Le présent travail a pour objectif de mettre l'accent sur les motivations d'introduction de ces techniques de réglage fin de liquidité d'une part, et d'apprécier l'efficacité de cette politique monétaire fondée sur les mécanismes du marché notamment dans un contexte exceptionnel de surliquidité, d'autre part. En d'autres termes, quels sont les facteurs qui ont incité les autorités monétaires à adopter la réforme de 1995? Et dans quelles mesures l'application de cette politique de contrôle du refinancement bancaire permet-elle de maîtriser la masse monétaire et par là préserver la stabilité des prix ?

Dans une première partie, nous présentons les motivations de rénovation des modalités d'intervention de la banque centrale après avoir passé en revue les principales phases d'évolution de la politique monétaire. Ensuite, dans une deuxième partie, nous allons essayer de mesurer la portée des nouveaux instruments de marché aussi bien dans un contexte de liquidité normale (période allant de 1996 à 1999) que dans un contexte de surliquidité (phase allant de 2000 à 2004) et ce en ayant recours à la modélisation économétrique.

Partie I : Motivations de rénovation des modalités d'intervention de la banque centrale

A partir de 1959, date de création de Bank Al Maghrib, le Maroc a commencé à mettre en place une véritable politique monétaire. Cette dernière, à l'instar de la situation économique et financière, a connu une

évolution importante qui a reflétée le passage d'une économie d'endettement, caractérisée principalement par la suprématie de l'intermédiation de crédit et le contrôle trop étroit des autorités monétaires sur le système bancaire, à une économie orientée vers le marché reposant sur les mécanismes de l'offre et de la demande.

Ainsi, la politique monétaire est passée par trois phases principales :

D'abord, une phase précédant l'adoption du Programme d'Ajustement Structurel et allant des années 60 au début des années 80, caractérisée par la prédominance de l'intervention directe basée essentiellement sur les mesures quantitatives tels que l'encadrement du crédit, les emplois obligatoires et la réglementation des taux d'intérêt.

Au cours de cette phase, les autorités monétaires ont recouru principalement à des procédés de contrôle réglementaire afin de faciliter le financement de certains secteurs privilégiés et de favoriser la croissance économique tout en préservant la stabilité des prix. Ces objectifs ne pouvaient être atteints que dans le cadre d'un système d'économie d'endettement caractérisé par la domination du financement intermédié et le recours excessif aux instruments d'intervention directe ou administrative

Ensuite, la période d'ajustement structurel (1983-1993) qui s'est caractérisée par la pluralité des champs de réformes entrepris par les pouvoirs publics touchant l'ensemble du système financier et ce suite aux recommandations des institutions financières internationales.

Ainsi, le Maroc a connu de profondes mutations, allant de l'abandon du contrôle quantitatif jusqu'au démantèlement de la politique sélective du crédit, destinées à déréglementer l'activité bancaire et visant la transformation de la politique monétaire quantitative fondée essentiellement sur les procédés de contrôle administratif. Ce processus de réforme a été concrétisé par l'abandon progressif des instruments d'intervention directe et l'orientation des actions de la banque centrale et ses modalités d'intervention vers le marché et la régulation par les taux.

Enfin, à partir de 1995 et après le parachèvement des réformes, les autorités monétaires ont procédé à la rénovation du dispositif de refinancement des banques en adoptant une politique monétaire axée

principalement sur les mécanismes du marché. La banque centrale s'est dotée progressivement de nouvelles modalités de refinancement des banques et a instauré un nouveau dispositif d'intervention sur le marché monétaire fondé sur plusieurs instruments de contrôle indirect à savoir les avances à 7j, à 5j, à 24h, l'open market, les swaps de change, les facilités de dépôt et les reprises de liquidité.

Cette réforme du cadre réglementaire d'intervention de la banque centrale, entamée depuis 1995, a été édictée par des facteurs internes et d'autres externes :

1) Motivations internes : limites du recours aux instruments d'intervention directe

Dans une économie d'endettement où les marchés de capitaux sont peu développés, le financement de l'activité économique s'effectue principalement par recours au crédit bancaire. Ainsi, afin de contrôler la masse monétaire, les autorités monétaires recourent aux instruments de contrôle direct et plus particulièrement à la pratique réglementaire de l'encadrement du crédit¹. Toutefois, un recours prolongé à ces instruments comporte des inconvénients importants notamment la perte d'efficacité et la mauvaise allocation des ressources.

1.1 La perte d'efficacité

Cette perte d'efficacité provient des compléments apportés au dispositif réglementaire pour contrecarrer certaines de ses limites et qui ont souvent pour effet d'en diminuer la portée.

En effet, les banques préfèrent, surtout en situation d'encadrement du crédit, financer les investissements les plus sûrs et les plus rentables d'où la nécessité de mettre en place une politique sélective de crédit afin de favoriser l'affectation des ressources à certains secteurs jugés prioritaires. Toutefois, cette politique d'orientation sectorielle des crédits, en dépit de la pertinence de ses objectifs, avait contribué à la fragilisation du système bancaire. En effet, « en incitant les banques à prêter à des secteurs où les

¹ Pfister C., « Déréglementation dans le domaine de la monnaie et du crédit », Bulletin de la Banque de France, 3^{ème} trimestre 1995, p. 27.

garanties sont moindres et les risques supérieurs »², la politique sélective a entraîné la montée des créances en souffrances notamment au niveau des Organismes Financiers Spécialisés qui avaient pour vocation de financer les secteurs les plus difficiles. Cette accumulation des créances en souffrances a gelé une partie du portefeuille de ces institutions et empêché, en conséquence, le financement d'autres secteurs dynamiques et plus rentables.

Ainsi, l'usage de cette technique d'encadrement trop contraignante avait amené les autorités monétaires à multiplier les exemptions en mettant hors encadrement le financement des investissements, des exportations puis celui des Petites et Moyennes Entreprises.³ Ces aménagements ont rétréci le champ d'application de l'encadrement et altéré, en conséquence, son efficacité.

De même, le recours durable à l'encadrement du crédit peut encourager le développement de certaines pratiques dites de « face-à-face » où les banquiers mettent en correspondance les besoins des prêteurs et ceux des emprunteurs. Cette pratique n'a pas d'effet sur la masse monétaire mais elle peut en accélérer la vitesse de circulation ce qui est équivalent en matière de politique monétaire.

Ainsi, toute tentative pour pallier les inconvénients du dispositif réglementaire en place avait pour risque d'atténuer sa portée et d'altérer son efficacité.

1.2 La mauvaise allocation de ressources

Le recours prolongé aux instruments d'intervention directe et « l'extension de la réglementation à un domaine d'activités financières de plus en plus large »⁴ constituent une contrainte aux choix des agents économiques.

Ainsi, un contrôle des changes peut pénaliser les activités liées au commerce extérieur lorsqu'il favorise une surévaluation de la monnaie nationale. De même, une réglementation des taux d'intérêt impactera le

² Guillaumont S., « Les enjeux des politiques monétaires dans les pays en développement », Revue d'économie financière n°7, 1988, p. 104.

³ Bank AL Maghrib, Bulletin trimestriel n° 83, Septembre-Décembre 1999, p.15.

⁴ Pfister C., op. cit., p. 26.

volume de l'épargne puisqu'elle n'incitera pas les agents économiques à renoncer à une consommation immédiate.

S'agissant de l'encadrement du crédit, ce dernier a tendance à limiter la concurrence entre les banques en matière de collecte des ressources et à développer les pratiques d'octroi des crédits aux projets les moins risqués ce qui défavorisera le financement des secteurs prioritaires et orientera les ressources bancaires vers les investissements les plus sûrs.

Quant aux pratiques de désintermédiation, dites de « face à face », auxquelles les agents économiques pouvaient recourir afin de contourner l'encadrement du crédit, elles sont moins avantageuses par rapport au marché financier qui assure la sécurité des opérations ainsi que la qualité de l'information.

1.3 Extension de la réglementation à un domaine d'activités financières de plus en plus large

L'encadrement du crédit pourra entraîner d'une part, une hausse des taux d'intérêt débiteurs surtout dans une économie d'endettement où les marchés de capitaux sont peu développés et d'autre part, une orientation des concours bancaires vers les projets économiques les moins risqués ce qui aura un effet négatif sur le financement de certains secteurs jugés prioritaires et les privera de moyens financiers importants.

En conséquence, un recours prolongé à la pratique réglementaire du rationnement du crédit poussera les autorités monétaires à intervenir pour fixer les taux d'intérêt et mettre en place des circuits de financement privilégiés pour les secteurs prioritaires. Autrement dit, les autorités monétaires procéderont à une réglementation croissante des activités financières. A titre d'exemple, une fixation des taux débiteurs visant la protection des secteurs prioritaires influencera les marges d'intermédiation des banques et poussera les autorités à réglementer également les taux créditeurs.

II) Motivations externes : mouvement international d'abandon des procédés de contrôle monétaire direct en faveur de techniques basées sur les mécanismes de marché

Les principaux pays occidentaux, à l'exception de l'Allemagne et les Etats Unis⁵, ont adopté pendant des périodes souvent très longues les techniques de contrôle quantitatif de la masse monétaire. Ces contrôles d'essence administrative étaient très répandus car ils permettaient de limiter la progression des liquidités avec « une précision supérieure à celle des instruments indirects, en faisant l'économie des hausses des taux d'intérêt nuisibles à la santé des banques et des entreprises »⁶. Toutefois, ces instruments directs se sont à la longue révélés impuissants à tenir les économies les ayant adoptés à l'abri des hausses des taux d'intérêt et ce en raison de l'affaiblissement de leur efficacité dû à plusieurs facteurs notamment le développement des marchés de capitaux, l'ouverture sur l'extérieur et l'innovation financière.

2.1 Développement des marchés de capitaux et ouverture sur l'extérieur

L'efficacité des instruments de contrôle direct repose sur deux conditions. La première est l'absence de financements de substitution qui peuvent, en se développant, prendre la place des crédits octroyés par les banques. La seconde est l'isolement du marché intérieur du reste du monde par un contrôle des changes.

A partir des années 80, on a assisté à l'affaiblissement de l'efficacité de ces instruments dû d'une part, au développement des marchés de titres pourvoyeurs de financements directs non touchés par l'encadrement du crédit et d'autre part, à l'ouverture de plus en plus grande sur l'extérieur suite au démantèlement progressif des contrôles de changes. Ces deux facteurs ont rendu disponibles des financements de substitution et inopérante la limitation de la distribution de crédits par les banques

⁵ Raymond R., « La régulation monétaire par les taux d'intérêt dans les principaux pays », Revue d'économie financière n°1, 1987, p. 23.

⁶ Raymond R., op. cit., p. 23.

résidentes. Ainsi, les avantages du contrôle réglementaire se sont évaporés et l'encadrement du crédit ne peut plus être considéré comme instrument fiable de régulation de la masse monétaire.

En même temps qu'il affaiblissait l'emprise des techniques de contrôle direct, le développement des marchés de capitaux a permis aux banques centrales de mener une politique monétaire basée essentiellement sur les instruments de marché grâce au renforcement du rôle du taux d'intérêt dans l'économie.

De même, les possibilités d'intervention des banques centrales sur le marché ont été accrues par l'augmentation de la dette publique suite aux déficits budgétaires liés aux deux chocs pétroliers comme le montre le tableau ci-dessous. De ce fait, l'endettement public a pris la forme de titres négociables ce qui a permis le développement des opérations d'Open Market.

Tableau n°1 : Evolution des dettes publiques en pourcentage du PIB

		1972	1985
Belgique	Dettes publiques	45,4	103
	dont dette négociable	38,2	75,1
Pays-Bas	Dettes publiques	45,7	70,7
	dont dette négociable	12	31,8
Allemagne	Dettes publiques	18,9	41,4
	dont dette négociable	3,6	13,2
France	Dettes publiques	17,7	25,3
	dont dette négociable	3,3	16,3
Italie	Dettes publiques	55,9	99,6
	dont dette négociable	26,3	74,8

Source : Revue d'économie financière n°1, p. 26.

2.2 Innovation financière

Commencé aux Etats-Unis au courant des années 70 avant d'être répandu en Europe lors de la décennie 80⁷, le processus d'innovation financière correspond essentiellement à la naissance de nouveaux produits financiers suite à une évolution des besoins des emprunteurs et prêteurs dans un contexte économique caractérisé par la volatilité des taux d'intérêt et celle des changes depuis 1973. En effet, les prêteurs souhaitent bénéficier de la rentabilité et de la liquidité de leurs placements alors que les emprunteurs cherchent principalement à se prémunir contre le risque des taux.

L'essor des innovations financières a conduit à une remise en cause du partage monnaie/titre. En effet, le développement d'actifs rémunérés au taux du marché (les OPCVM par exemple) convertibles sans un grand risque de perte en capital confère à ces actifs, en plus de la fonction de transaction, celle de réserve de la valeur. Ainsi, l'innovation financière a déformé les agrégats monétaires et les a rendus instables et vides de toute signification. Autrement dit, « le processus des innovations financières a ôté à ces agrégats leur rôle d'objectifs intermédiaires et, par là, rendu difficile la conduite de la politique monétaire »⁸.

De même, la création de nouveaux produits financiers a accentué le processus de désintermédiation et baissé la part des banques dans le financement de l'économie ce qui a affaibli l'efficacité des instruments de contrôle direct à travers les contreparties (notamment le crédit) et favorisé un large recours aux procédures de marché.

Ainsi, les systèmes classiques de contrôle direct ont été progressivement abolis dans la plupart des pays occidentaux au profit des procédés de marché: la Belgique en 1975, l'Angleterre en 1982, les Pays-

⁷ Ullimo Y., « Innovations financières, agrégats monétaires, politique monétaire », Revue d'économie financière n°2, 1987, p. 25.

⁸ EL M'Kaddem A. & Anoune H., « Innovations financières, demande de monnaie et politique monétaire au Maroc », Annales Marocaines d'Economie n° 21, Automne 1997, p. 6.

Bas en 1982, l'Italie en 1983, le Danemark et la Suède en 1985 et la France en 1987⁹.

⁹ Raymond R., op. cit., p. 25.

Partie II: Efficacité du nouveau dispositif monétaire: étude économétrique

I) Efficacité du nouveau dispositif de régulation dans un contexte de liquidité normale

1.1. Présentation du modèle économétrique

Ce modèle aura pour objectif de mesurer l'impact du maniement des instruments de la politique monétaire sur la masse monétaire. Nous aurons recours à la méthode de régression linéaire multiple pour mieux expliquer les variations de la masse monétaire suite aux variations des instruments de la politique monétaire. En d'autres termes, le modèle économétrique essayera de montrer dans quelles mesures la manipulation des nouvelles techniques de refinancement (variables explicatives) influence la variation de la masse monétaire (variable à expliquer)

1.1.1. Choix de la variable expliquée

Au Maroc, la politique monétaire est fondée sur la masse monétaire en tant qu'objectif intermédiaire dont l'observation permet l'obtention d'informations sur les conséquences de la politique monétaire adoptée avant de connaître les répercussions sur les grandeurs économiques. Cette stratégie est baptisée stratégie de contrôle à deux étapes. Mais, quel agrégat-indicateur doit-on choisir ?

L'enjeu réside dans le choix d'un agrégat statistique représentant au mieux « le stock d'actifs dont la variation peut être contrôlée par les pouvoirs publics et auquel l'activité économique réelle est la plus sensible »¹⁰. Autrement dit, le choix doit être porté sur l'agrégat qui

¹⁰ Lacoue-Labarthe, *Analyse monétaire*, Dunod, 1980, p. 204, cité dans : EL M'Kaddem A. & Anoune H., « Innovations financières, demande de monnaie et politique monétaire au Maroc », *Annales Marocaines d'Economie* n° 21, Automne 1997

manifeste un rapport à tendance régulière et stable avec des grandeurs économiques considérées comme étant des objectifs finals.

Le débat théorique entre les partisans de la définition étroite de la monnaie et ceux de la définition large semble pencher en faveur de ces derniers. En effet, le processus d'innovation financière, qu'ont connu les pays développés à partir des années 70, a remis en cause le partage monnaie/titre à travers le développement d'actifs rémunérés au taux du marché mais qui sont facilement mobilisables et convertibles en moyen de paiement¹¹. En conséquence, la fonction de demande de la monnaie est devenue instable.

Au Maroc, le même phénomène a été observé puisque les résultats de plus d'une recherche¹² ont montré l'instabilité de la fonction de la demande de monnaie à cause du phénomène de l'innovation financière¹³. D'où l'utilité de choisir un agrégat monétaire large comme objectif intermédiaire de la politique monétaire. De même, les autorités monétaires au Maroc jusqu'au 1999 considéraient l'agrégat monétaire large M3 comme valeur de référence.

Pour toutes ces raisons, le choix a porté sur M3 comme agrégat-indicateur et objectif intermédiaire de la politique monétaire pendant cette période.

1.1.2. Choix des variables explicatives

Les variables explicatives retenues ne sont rien d'autres que les instruments de politique monétaire auxquels faisait recours la banque centrale pour la régulation de la liquidité au cours de la période 1996-1999. Il s'agit des avances à 7j, à 5j, à 24h, l'open market et les reprises de liquidité

¹¹ Abouch M., Etude économétrique de la fonction de demande de monnaie au Maroc 1964-1976, mémoire de DES, Poitiers, 1981, p. 73.

¹² Le travail de A. Zejlî intitulé « demande de monnaie » publié dans la revue *Saving and Développement* n°1 en 1984 ainsi que l'étude baptisée « innovations financières, demande de monnaie et politique monétaire au Maroc » menée par A. El M'Kaddem et H. Anoune et parue dans la revue les *Annales Marocaines d'Economie* d'automne 1997.

¹³ Bien évidemment, le processus des innovations financières dans les pays développés a atteint un stade d'évolution beaucoup plus important que celui observé au Maroc.

L'instrument de la réserve obligatoire ne sera pas pris en considération puisqu'il n'a pas été utilisé par la banque centrale pendant toute cette période d'étude.

Signalons que les valeurs que prendront aussi bien les variables exogènes que la variable endogène seront des pourcentages de variation et non des données brutes.

1.1.3. Choix de la période

L'étude portera sur 48 mois soit quatre années, allant de janvier 1996 jusqu'à décembre 1999, considérées comme étant une phase de liquidité normale.

La date de début de cette période coïncide avec le début de l'exercice suivant la date¹⁴ de mise en place des instruments de marché de la politique monétaire. Quant à la date de fin de cette phase, son choix est édicté par le déclenchement vers la fin de l'année 1999 du phénomène de surliquidité. En effet, au cours de la phase 1996-1999 le marché était « en-banque » et le degré de liquidité de l'économie était raisonnable. Néanmoins, au cours du second semestre de 1999, le marché monétaire est devenu « hors-banque » sous l'effet de rentrées de devises découlant de l'attribution de la deuxième licence de GSM.

1.1.4. Délais de transmission des instruments

Le délai de transmission peut être défini comme étant le temps qui sépare la date d'utilisation de l'instrument et la date à partir de laquelle il commence à exercer un effet sur la masse monétaire représentée par l'agrégat de référence de la banque centrale. Autrement dit, c'est la durée nécessaire pour transmettre l'influence de l'instrument sur la masse monétaire.

Pour déterminer ce délai, nous avons calculé les corrélations entre la variable expliquée M3 (l'agrégat monétaire de référence) et chaque instrument de la politique monétaire utilisé pendant la période étudiée 1996-1999.

¹⁴ Le 24 mai 1995, date d'entrée en vigueur de la circulaire n°4/G/95 relative aux interventions de Bank Al Maghrib sur le marché monétaire.

Ainsi, les délais de transmission retenus sont ceux qui permettent les corrélations les plus significatives à savoir :

- Les avances à 7j : délai de transmission instantané
- L'Open market : délai de transmission d'un mois
- Les avances à 5j : délai de transmission de deux mois
- Les avances à 24h : délai de transmission de trois mois
- Les reprises de liquidité : délai de transmission de deux mois

L'application de la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), à l'aide du logiciel d'analyse SPSS, sur les données a donné lieu au modèle suivant :

$$y = 0,000547x_1 + 1,742146x_2 - 0,000126x_3 + 0,000203x_4 - 1,012273x_5 + 0,601019$$

(2,324*) (0,558*) (-0,364*) (2,409*) (-0,641*)

Avec

y : le taux de variation de la masse monétaire représentée par l'agrégat M3

x₁ : le taux de variation des avances à 7j

x₂ : le taux de variation de l'Open market

x₃ : le taux de variation des avances à 5j

x₄ : le taux de variation des avances à 24h

x₅ : le taux de variation des reprises de liquidité

* : valeur t de Student

1.2. Interprétation des résultats

La politique monétaire menée par Bank Al Maghrib entre 1996 et 1999 avait pour objectif principal de préserver la stabilité des prix tout en veillant à l'assouplissement des conditions de financement de l'économie.

A travers un contrôle quantitatif indirect, la banque centrale intervenait sur le marché monétaire afin de réguler les liquidités bancaires et orienter l'évolution du taux d'intérêt. Cette action a été menée dans le cadre des procédures de refinancement des banques introduites par la réforme de 1995. Il s'agit essentiellement des avances à 7j, à 5j, à 24h et l'Open market.

D'après le modèle économétrique, ce dispositif n'arrivait à expliquer que 32% (R^2 ajusté) de la variation du taux d'évolution de la masse monétaire. Autrement dit, seul le un tiers de la variation de la masse monétaire est imputable au remaniement des instruments de la politique monétaire. Cela signifie que le contrôle exercé, via les procédures de refinancement, pour influencer le niveau des liquidités était faible.

A contrario, l'analyse de la variance (test de Fisher) a montré que le modèle est globalement significatif en ce sens qu'il existe au moins un coefficient des techniques de régulation qui est différent de zéro. Il s'agit des avances à 7j et celles à 24h.

Selon le modèle, les avances à 7j exerçaient un effet sur la masse monétaire puisque leur coefficient de régression est significativement différent de zéro. En d'autres termes, l'utilisation des avances à 7j par Bank Al Maghrib permettait d'influencer le niveau de la quantité de monnaie en circulation. Ainsi, quand le taux d'évolution des avances à 7j change d'une unité, celui de la masse monétaire, représenté par l'agrégat M3, varie de 0,000547%.

Bien qu'il soit faible, cet effet exercé par la technique des avances à 7j est expliqué principalement par le rôle primordial que jouait cet instrument dans la régulation de la liquidité. En effet, cette procédure de refinancement constituait le principal moyen d'intervention de Bank Al Maghrib pour l'alimentation du marché. Ainsi, dans le cadre des appels d'offres, la banque centrale a octroyé aux banques en moyenne hebdomadaire, 2048 millions de DH en 1996, 2489 en 1997, 2132 en 1998 et 1866 en 1999¹⁵ soit respectivement 79%, 93%, 75% et 95% du total des interventions de Bank Al Maghrib sur le marché monétaire en moyenne hebdomadaire.

¹⁵ Bank Al Maghrib, Rapports annuels des exercices 1996, 1997, 1998 et 1999.

S'agissant des avances à 24h, celles-ci exerçaient une influence assez significative sur l'objectif intermédiaire de la masse monétaire. Ainsi, selon le modèle, chaque évolution d'une unité du taux de la variation de cet instrument provoquait une augmentation de celui de M3 de 0.000203%.

En dépit du rôle accessoire qu'il jouait en matière de réglage des liquidités bancaires à cause de son utilisation occasionnelle comparativement aux avances à 7j et celles à 5j, cet instrument occupe dans le modèle la même importance que les avances à 7j étant donné que les deux techniques ont pratiquement le même coefficient standardisé Bêta.

Toutefois, l'influence de ces deux instruments sur la masse monétaire demeure faible bien qu'elle soit significative sur le plan économétrique.

Par ailleurs, l'Open market, les avances à 5j et les reprises de liquidités n'exerçaient aucune influence sur la masse monétaire au seuil traditionnel de 5% (leurs coefficients dans le modèle ne sont pas significatifs)

La technique de l'Open market a été introduite en 1995. Néanmoins, la banque centrale n'a commencé à y recourir qu'à partir du deuxième semestre de 1999. Au cours de ce semestre, le Maroc a connu un afflux important de devises en raison de la cession de la deuxième licence de GSM ce qui s'est traduit par une expansion des trésoreries bancaires. Ainsi, Bank Al Maghrib a cessé d'alimenter le marché et a procédé à la cession des bons de trésor afin de neutraliser les excédents de liquidités.

En conséquence, la fréquence ainsi que la période d'utilisation de cet instrument à savoir le début de la surliquidité ont limité son influence sur la masse monétaire.

Quant aux reprises de liquidités, il s'agit d'un mécanisme qui n'a été institué qu'en octobre 1999 c'est à dire à la fin de la période étudiée et ce pour contribuer à la ponction de l'excédent de liquidités sur le marché. Ainsi, Bank Al Maghrib n'a fait appel à cet instrument que trois fois ce qui explique largement l'effet très marginal qu'il exerçait sur l'agrégat monétaire cible.

Par ricochet, nous pouvons avancer que l'efficacité d'un instrument dépend à la fois de la quantité, de la fréquence ainsi que du timing¹⁶ de son utilisation.

S'agissant des avances à 5j, celles-ci, bien qu'elles étaient utilisées de façon permanente, n'ont pas réussi à impacter le niveau de la quantité de monnaie en circulation et ce à l'encontre des avances à 7j et celles à 24h.

Ainsi, il apparaît clairement que la capacité de ces instruments de marché à influencer le niveau de liquidité de l'économie est faible. En d'autres termes, l'efficacité des techniques d'intervention indirecte via le marché est limitée et ce bien qu'on soit dans un contexte de liquidité normale.

En revanche, cette conclusion, quoique basée sur des résultats économétriques, est à prendre avec précaution. En effet, les processus d'innovation financière et de déréglementation qu'a connus le Maroc, ont entraîné l'instabilité des agrégats monétaires qui n'entretiennent plus une relation stable et causale avec l'objectif final de la politique monétaire. Ce phénomène perturbe l'interprétation des évolutions des agrégats monétaires ainsi que l'efficacité des moyens d'action de la politique monétaire basée sur une stratégie de contrôle à deux étapes.

¹⁶ Selon qu'il s'agit d'une phase de liquidité normale ou de surliquidité.

II) Efficacité du nouveau dispositif de régulation dans un contexte de surliquidité

2.1 Présentation du modèle économétrique

2.1.1 Choix de la variable expliquée

Les processus d'innovation financière et de déréglementation amorcés durant la décennie quatre-vingt ont impacté la stabilité des fonctions de demande de monnaie et perturbé l'interprétation des évolutions des agrégats monétaires. Face à de tels changements de l'environnement de la politique monétaire, la majorité des banques centrales a opté pour le suivi d'agrégats larges afin de limiter les conséquences des transferts entre les différents types d'avoirs.

A l'encontre de cette tendance, les autorités monétaires marocaines, pendant cette période de surliquidité, considéraient l'agrégat monétaire M1 comme valeur de référence et ce à l'instar d'une minorité des banques centrales qui ont opté pour des agrégats monétaires étroits telles que la banque nationale suisse et celle de l'Angleterre¹⁷. Pour Bank Al Maghrib, « M1 qui recense les seuls moyens de paiement, est apparu plus approprié pour la conduite de la politique monétaire d'autant plus qu'il est étroitement lié aux opérations génératrices de la monnaie et que son évolution est mieux corrélée avec celle des prix »¹⁸.

Ainsi, nous avons considéré M1, l'agrégat monétaire de référence de Bank Al Maghrib, comme variable expliquée.

2.1.2 Choix des variables explicatives

Les variables explicatives retenues ne sont rien d'autres que les instruments de politique monétaire utilisés par la banque centrale pour la régulation de la liquidité au cours de la période 2000-2004. Il s'agit :

- De la réserve obligatoire instituée en février 1966

¹⁷ Banque de France, Bulletin trimestriel n°16, avril 1995.

¹⁸ Bank Al Maghrib, Rapport annuel de l'exercice 1999.

- Des avances à 7j introduites en mai 1995
- Des avances à 5j instituées en mai 1995
- Des avances à 24h introduites en mai 1995
- De l'Open market mis en place en mai 1995
- Des reprises de liquidité instituées en octobre 1999
- Des swaps de change introduits en octobre 2003

2.1.3 Choix de la période

La période sur la quelle portera l'étude est celle allant de janvier 2000 à décembre 2004 considérée comme étant une phase de surliquidité. Le début de cette période correspond à la date à partir de laquelle le marché est devenu « hors banque » annonçant, par conséquent, l'amorçage d'une phase de surliquidité.

2.1.4 Délais de transmission

Après avoir calculé les corrélations entre la variable expliquée M1 (l'agrégat monétaire de référence) et chaque instrument de la politique monétaire utilisé pendant la période étudiée 2000-2004, les délais de transmission retenus sont les suivants :

- la réserve obligatoire : délai de transmission d'un mois
- les avances à 7j : délai de transmission de 3 mois
- L'Open market : délai de transmission de 2 mois
- les swaps de change : délai de transmission de 3 mois
- les avances à 5j : délai de transmission de 2 mois
- les avances à 24h : délai de transmission d'un mois
- les reprises de liquidité : délai de transmission de 3 mois

Ainsi, le modèle de régression linéaire multiple du taux de variation de M1 en fonction des taux de variation des 7 variables explicatives peut être formulé comme suit :

$$y = -0.00761x_1 - 0.0000209x_2 - 0.00000549x_3 + 0.00000473x_4 - 0.00000251x_5 + 0.000127x_6 + 0.00000231x_7 - 1.178$$

(-2.240*) (-1.036*) (-2.016*) (1.668*) (-0.639*) (2.366*) (2.359*)

Avec

Y= taux de variation de la masse monétaire représentée par l'agrégat M1

x₁ : taux de variation de taux de la réserve obligatoire

x₂ : taux de variation des avances à 7j

x₃ : taux de variation de l'Open market

x₄ : taux de variation des swaps de change

x₅ : taux de variation des avances à 5j

x₆ : taux de variation des avances à 24h

x₇ : taux de variation des reprises de liquidité

* : valeur t de Student

2.2 Interprétation des résultats

A l'instar de la période précédente, Bank Al Maghrib a continué d'œuvrer pour la réalisation de son objectif ultime à savoir la stabilité des prix et ce en modulant le volume de ses interventions sur le marché monétaire et en recourant, à deux reprises, au système de la réserve obligatoire. Alors dans quelles mesures ces instruments ont-ils réussi à atteindre leur objectif ?

Selon les résultats économétriques, le modèle n'arrive à expliquer que 24% du taux d'évolution de la masse monétaire. En d'autres termes, seul le un quart de la variation de la masse monétaire est induit par

l'intervention de la banque centrale à travers son dispositif de contrôle indirect et le système de la réserve obligatoire.

Nous pouvons conclure donc que le degré d'influence de ces instruments de la politique monétaire sur la masse monétaire est faible. Cette conclusion est étayée par le poids important qu'occupe la constante dans le modèle. En effet, même en l'absence d'un remaniement des instruments de la politique monétaire de la part de Bank Al Maghrib, le taux d'évolution de la masse monétaire (variable expliquée) variera de 1,178.

Toutefois, l'analyse de la variance démontre que le modèle est globalement significatif en ce sens qu'il existe au moins un coefficient des instruments utilisés qui est différent de zéro. Il s'agit de la réserve obligatoire, de l'Open market, des avances à 24h et des reprises de liquidités.

D'après le modèle, la réserve obligatoire est un instrument significatif en ce sens qu'il exerce un effet considérable sur la masse monétaire. En effet, une variation du taux d'évolution de la réserve obligatoire entraîne une variation en sens inverse du taux d'évolution de la masse monétaire de 0,00761%.

Bien qu'il n'ait été utilisé qu'à deux reprises, cet instrument a réussi à contribuer à la ponction des liquidités excédentaires. Ainsi, en décembre 2002, Bank Al Maghrib a pu éponger un excédent de plus de six milliards de dirhams et ramener, en conséquence, le taux interbancaire à l'intérieur de la fourchette délimitée par les taux directeurs (avances à 7j et celles à 5j) et ce après avoir relevé de quatre points (de 10 à 14%) le taux de la réserve obligatoire resté inchangé depuis 1992. De même, en septembre 2003, la banque centrale en relevant le ratio de la réserve obligatoire de 14% à 16,5% a pu geler plus de quatre milliards de dirhams. Ainsi, le système de la réserve obligatoire, l'unique instrument d'intervention directe utilisé par Bank Al Maghrib, a fait preuve d'une efficacité assez importante comparativement aux autres instruments de marché.

L'Open market présente un coefficient significatif mais très faible. En effet, une variation d'une unité du taux d'évolution de cette technique

gène une variation de 0,00000549% du taux d'évolution de la masse monétaire.

En dépit d'un recours fréquent et massif de la banque centrale à l'Open market, cette procédure de refinancement n'a pu exercer sur le niveau de liquidité qu'un effet marginal. Ainsi, Bank Al Maghrib a cédé la totalité de son portefeuille de bons de trésor vers juin 2002.

Pour pallier ce problème de disponibilité des bons de trésor, les nouveaux statuts de Bank Al Maghrib prévoient dans l'article 25 la possibilité pour la banque centrale d'émettre et racheter ses propres titres d'emprunt auprès des intervenants sur le marché monétaire.

Concernant les avances à 24h, celles-ci ne contribuent que faiblement à l'explication de la variation de la masse monétaire. En effet, chaque variation d'une unité du taux d'évolution des avances à 24h entraîne une variation de 0,00127% du taux d'évolution de la masse monétaire représentée par l'agrégat M1. De ce fait, l'effet exercé par cet instrument au cours de cette période d'étude (caractérisé par la surliquidité) est plus faible que celui de la phase précédente (période de liquidité normale).

Quant à l'influence des reprises de liquidités, elle demeure faible quoique significative sur le plan économétrique. Ainsi, lorsque le taux d'évolution des reprises de liquidités varie de 1%, le taux de variation de la masse monétaire évolue de 0,00000231%.

Durant cette phase, Bank Al Maghrib a dû recourir de façon quasi-chronique à cet instrument. Néanmoins, son influence bien qu'économétriquement significative demeure faible et ce en raison de la surabondance des liquidités.

Par ailleurs, les avances à 7j, à 5j et les swaps de change n'exerçaient aucune influence sur la masse monétaire puisque zéro appartient à l'intervalle de confiance de leurs coefficients de régression.

Les avances à 7j ne pouvaient pas impacter la masse monétaire à cause de la situation du marché. En effet, ce dernier était lors de cette phase constamment « hors-banque ». Par conséquent, les banques n'avaient pas besoin de l'intervention de Bank Al Maghrib pour alimenter le marché.

Ainsi, le rôle joué par cette technique de régulation pendant cette période était faible ce qui a altéré son efficacité et limité sa portée.

S'agissant des swaps de change, cette technique n'a été introduite qu'en octobre 2003. Elle n'a été utilisée que cinq fois permettant, ainsi, de résorber 1,6 milliard de dirhams en 2003 et 1,5 en 2004. Toutefois, son impact est resté faible en raison de son utilisation limitée ainsi qu'en raison du contexte de surabondance de liquidité qui caractérisait cette période.

Les avances à 5j présentent un coefficient de régression faible et non significatif. Elles exerçaient un effet négligeable sur la masse monétaire. Il s'agit d'un instrument d'allocation de liquidités qui perd son rôle et devient sans objet lorsque le marché est « hors banque » ce qui explique la faiblesse de sa portée durant cette phase de surliquidité.

En guise de conclusion, nous pouvons avancer que la portée des instruments de marché de la politique monétaire est faible en ce sens qu'il y a un effet qu'ils exerçaient sur le niveau de liquidité du marché est très modéré. En revanche, la réserve obligatoire considérée comme étant l'unique instrument d'intervention directe utilisé par Bank Al Maghrib a pu, à l'encontre de ceux du marché, influencer significativement la masse monétaire et contribuer amplement à la résorption des excédents de liquidités quoiqu'il n'ait été utilisé qu'à deux reprises. Par conséquent, le système de la réserve obligatoire est le seul instrument de la politique monétaire qui a prouvé son efficacité et montré sa capacité à juguler la liquidité excédentaire. Autrement dit, l'efficacité des instruments de marché de la politique monétaire est à remettre en cause notamment en situation de surabondance de liquidité.

Néanmoins, ces conclusions sont à nuancer. En effet, actuellement, la relation qui existe entre les instruments de la politique monétaire, ses objectifs intermédiaires qui ne sont rien d'autres que les agrégats monétaires ainsi que son objectif final est à remettre en cause. Le processus d'innovation financière a perturbé le contenu des agrégats monétaires et leur a ôté leur rôle d'objectif intermédiaire.

Ainsi, la théorie de **Goodhart** se trouve confirmée : « à partir du moment où un agrégat monétaire retient l'attention des autorités monétaires

soit comme indicateur soit comme objectif intermédiaire de la politique monétaire, il est rapidement vidé de son contenu à cause des substitutions encouragées par des innovations de système, et il perd une grande part de signification »¹⁹.

En dépit de ces critiques, cela ne signifie pas une remise en cause pure et simple de la stratégie de contrôle monétaire à deux étapes. En effet, Bank Al Maghrib peut toujours fixer des fourchettes de croissance des agrégats monétaires afin d'annoncer ses intentions et minimiser les risques de dérapages inflationnistes. Mais, à titre de complément à cette mesure, la banque centrale doit se doter de tout un arsenal d'indicateurs, essentiellement le taux d'intérêt et le taux de change, susceptibles de guider la conduite de sa politique monétaire.

De même, l'annonce des normes de progression des agrégats monétaires continue de constituer un principe fondamental dans l'élaboration des politiques monétaires. Ainsi, il s'agit d'un simple passage d'une politique monétaire à objectif intermédiaire unique (les agrégats monétaires) à une politique monétaire à objectifs intermédiaires multiples.

CONCLUSION

Dans son évolution, la politique monétaire a passé par trois phases principales. La première, précédant l'adoption du Programme d'Ajustement Structurel, marquée par la suprématie de l'intermédiation de bilan et l'intervention directe des autorités monétaires basée essentiellement sur les mesures quantitatives.

La seconde, qualifiée de phase de réformes suite à la mise en œuvre du Programme d'Ajustement Structurel, a été caractérisée par un mouvement progressif vers une politique monétaire fondée sur les mécanismes de marché.

¹⁹ C. De Boissieu, « Innovations financières et contrôle monétaire : un essai d'interprétation », *Revue Banque* n°482, p32.

Alors que la troisième phase, a traduit l'orientation vers une régulation monétaire indirecte à travers la rénovation des modalités d'intervention de la banque centrale qui a été couronnée par l'introduction en 1995 des procédures de refinancement via le marché.

Quant aux motivations de cette refonte globale des mécanismes de refinancement des banques auprès de Bank Al Maghrib, on peut distinguer entre d'une part, les motivations d'ordre interne liées aux limites de l'intervention directe et à la perte de son efficacité suite au processus de déréglementation et d'innovation financière et d'autre part, les motivations externes inhérentes au mouvement international d'abandon des techniques d'intervention directe en faveur des procédures de refinancement fondées sur les mécanismes de marché.

L'étude de la portée de ces nouvelles techniques de régulation monétaire a montré leur faible efficacité aussi bien dans un contexte de liquidité normale que dans un contexte de surabondances des trésoreries bancaires. En effet, les résultats économétriques ont révélé l'incapacité des procédures de refinancement à contrôler la masse monétaire²⁰ dont la variation a été faiblement expliquée par le remaniement de ces instruments de marché.

Toutefois, l'étude a mis en évidence le rôle déterminant du système de la réserve obligatoire, l'unique instrument d'intervention directe encore utilisé, qui a prouvé sa capacité à influencer le niveau de liquidité du marché même dans une situation de surliquidité où l'inefficacité des instruments de marché s'accroît.

Cette faible portée des mécanismes de marché notamment en situation de surliquidité nous semble inéluctable puisque le cadre réglementaire d'intervention de la banque centrale ne lui permettait pas d'adapter ses interventions pour réguler la liquidité quelle que soit la situation du marché. En effet, la plupart des instruments de marché utilisés sont principalement des moyens d'allocation de liquidité. Afin de faire face à cette lacune, Bank Al Maghrib a réaménagé, en 2005, le cadre de son

²⁰ Au sens large au cours de la période allant de 1996 à 1999 et au sens étroit pendant la phase d'étude allant de 2000 jusqu'à 2004.

intervention sur le marché en introduisant de nouvelles techniques capables d'absorber les excédents de liquidité à savoir les reprises de liquidités à 7j et les facilités de dépôt à 24h.

Enfin, la stratégie du contrôle monétaire à deux étapes est à remettre en cause. La prédominance du choix d'un agrégat monétaire comme objectif intermédiaire a été menacée par le processus d'innovation financière qui a conduit à l'instabilité des agrégats monétaires et affecté la relation stable qu'entretenait la masse monétaire avec l'objectif final. Ainsi, les agrégats monétaires ont perdu leur poids en tant qu'indicateurs privilégiés de la politique monétaire au profit d'autres indicateurs jugés plus pertinents dans ce nouvel environnement. Cela ne signifie pas le déclin du monétarisme car malgré l'instabilité des agrégats monétaires, les banques centrales continuent toujours de fixer des normes de leur progression. Il s'agit, simplement d'un passage d'une politique monétaire à objectif intermédiaire unique à une politique monétaire à objectifs intermédiaires multiples.

STATISTIQUES

Agrégats de monnaie, de placements liquides et contreparties de M3

	Décembre 2006	Novembre 2007
<i>Agrégats de monnaie</i>		
M1	371287	432 837
M2-M1	65077	70 806
M2	436364	503 643
M3-M2	119161	123 766
M3	555525	627 409
<i>Agrégats de placements liquides</i>		
PL1	4347	616
PL2	47628	41 536
PL3	5854	7 860
Total	57829	50 012
<i>Contreparties de M3</i>		
Avoirs extérieurs nets	190768	209 796
Crédit intérieur global	428955	514 258
dont: . Créances sur l'Etat	77656	82 994
Concours à l'économie	339597	418 481
A déduire: Ressources non monétaires	50007	64 649
Crédit intérieur à caractère monétaire	378948	449 609

Taux des interventions de la banque centrale

Taux des appels d'offres (à l'initiative de BAM)	Avances à 7 jours (taux fixe)	3,25 %
	Reprises de liquidités à 7 jours (taux variable entre 2,50% et 3,25%)	2,75%
Taux des facilités permanentes (à l'initiative des banques)	Avances à 24 H	4.25 %
	Facilités de dépôts à 24 H	2.25 %

BIBLIOGRAPHIE

➤ **Ouvrages :**

- Berrada M.A., Les nouveaux marchés de capitaux au Maroc, Editions SECEA, Casablanca, 1998.
- Berrada M. A., Les techniques de Banque, de Crédit et de Commerce Extérieur au Maroc, Editions SECEA 2005.
- Bouzidi M., Monnaie et politique monétaire, Casablanca Najah El jadida, 1996.
- Brillet J.L., Modélisation économétrique, Economica, Paris, 1993.
- Banque de France, La politique monétaire à l'heure du marché mondial des capitaux, 1998.
- Chaineau A., Mécanismes et politiques monétaires, PUF, 1968.

- Lacoue-Labarthe, Analyse monétaire, Dunod, 1980, cité dans : EL M'Kaddem A. & Anoune H., « Innovations financières, demande de monnaie et politique monétaire au Maroc », Annales Marocaines d'Economie n° 21, Automne 1997.
- Patat J.P., Monnaie, institutions financières et politiques monétaires, Economica, Paris, 1993.
- Plihon D., La monnaie et ses mécanismes, Repères, 2001
- Tazi K., La monnaie : une approche actuelle de l'économie monétaire, Imprimerie de Fédala, Mohammedia, 1999.

➤ Articles de revue

- Blundell-Wignall A. & Browne F., « La politique monétaire dans le contexte de la libéralisation financière », Revue économique de l'OCDE, n° 15, automne 1990.
- De Boissieu C., « Innovations financières et contrôle monétaire : un essai d'interprétation », Revue Banque n°482.
- EL M'Kaddem A. & Anoune H., « Innovations financières, demande de monnaie et politique monétaire au Maroc », Annales Marocaines d'Economie n° 21, Automne 1997.
- El M'Kaddem A., « Les incidences de la libéralisation financière sur le rôle des agrégats et de la politique monétaire », Critique économique n°7, Hiver-printemps 2002,
- Guillaumont S., « Les enjeux des politiques monétaires dans les pays en développement, Revue d'économie financière n°7, 1988.
- Pollin J.P., « Objectifs et instruments de la politique monétaire », les Cahiers français n° 238, Oct-Déc 1988.
- Pfister C., « Déréglementation dans le domaine de la monnaie et du crédit », Bulletin de la Banque de France, 3ème trimestre 1995.
- Raymond R., « La régulation monétaire par les taux d'intérêt dans les principaux pays », Revue d'économie financière n°1, 1987.
- Ulimo Y., « Innovations financières, agrégats monétaires, politique monétaire », revue d'économie financière n°2, 1987.

- Verlhac S., « Agrégats et objectifs monétaires dans les principaux pays développés », Bulletin de la Banque de France n°16, avril 1995
- Zejli A., « Demande de monnaie », Revue Saving and Développement n°1, 1984 cité dans : EL M'Kaddem A. & Anoune H., « Innovations financières, demande de monnaie et politique monétaire au Maroc », Annales Marocaines d'Economie n° 21, Automne 1997.

➤ **Rapports et publications**

- BANK AL MAGHRIB, Rapports annuels de 1992 à 2004.
- BANK AL MAGHRIB, Bulletin trimestriel n° 83, Décembre 1999.
- BANK AL MAGHRIB, Note mensuelle de conjoncture, avril 2005.
- Centre d'Etude en Administration Internationale (C.E.T.A.I.), Cahier de recherche : les réformes du secteur financier au Maroc : description et évaluation, Montréal, avril 1998.
- Mankiw G. "US monetary policy during the 1990s ", NBER working paper, mai 2001.

➤ **Mémoires**

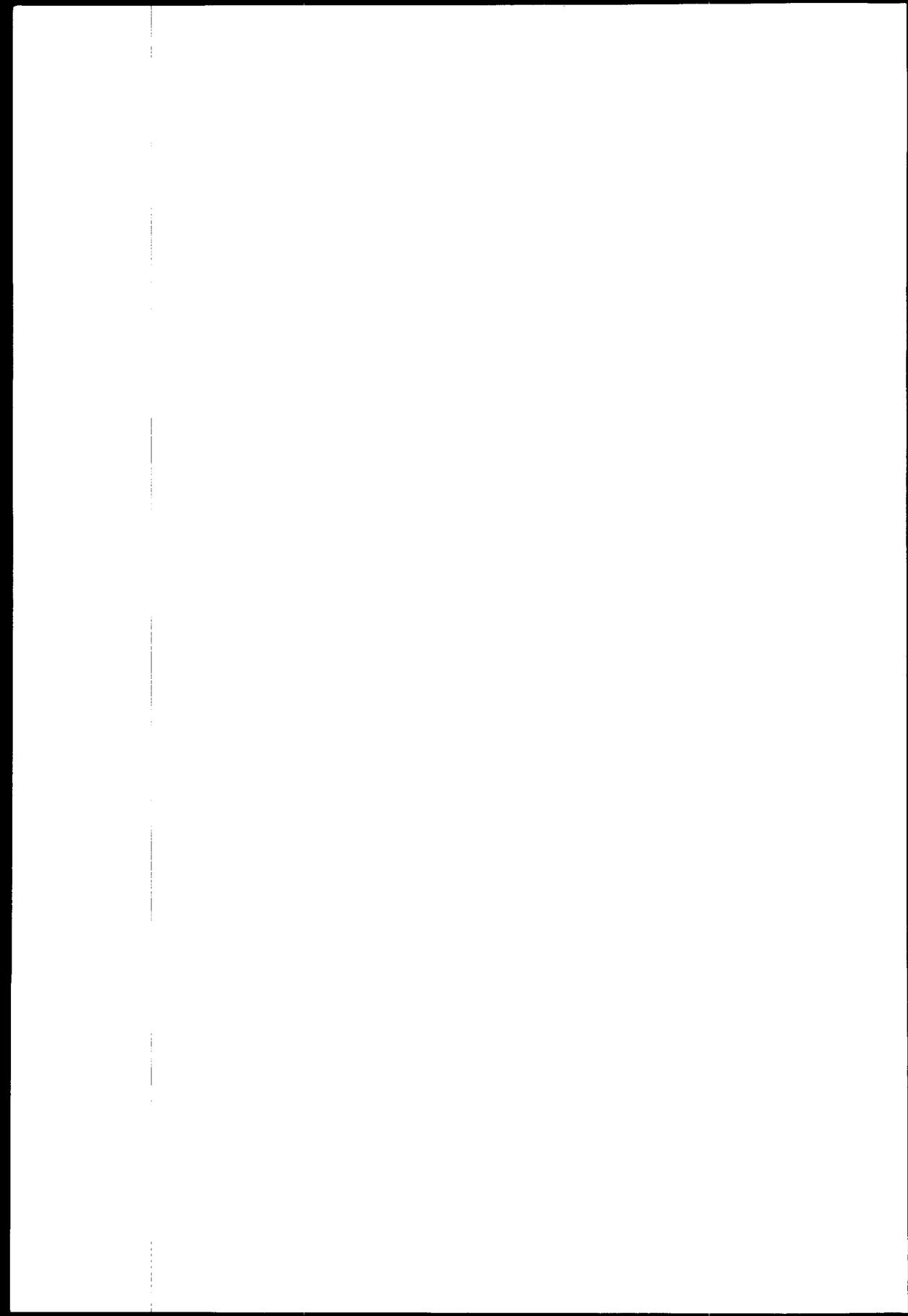
- Abouch M., « Etude économétrique de la fonction de demande de monnaie au Maroc 1964-1976 », mémoire de DES, Poitiers, 1981.
- Bassraoui N., « Règle de Taylor et application à Bank Al Maghrib », mémoire d'ingénieur d'Etat, INSEA A, Rabat, 2002.
- Echetuani A., « La politique monétaire et financière au Maroc », mémoire de DESA en économie internationale, FSJESA, Rabat, 2003.
- Marthe Mfam M., « Essai sur l'utilisation des cibles intermédiaires de la politique monétaire au Cameroun », mémoire d'ingénieur d'Etat, INSEA, Rabat, 1998.
- Tayibi A., « La réforme du marché monétaire au Maroc : premier bilan », mémoire de DESA en Monnaie-Finance-Banque, FSJESA, Rabat, 1999.

➤ **Textes législatifs**

- Additif, du 6 octobre 2003, à la circulaire n° 6/G/1999 du 26 avril 1999 relative aux interventions de BANK AL MAGHRIB sur le marché monétaire.
- Circulaire n°4/G/95 du 24 mai 1995 relative aux interventions de BANK AL MAGHRIB sur le marché monétaire.
- Circulaire n°6/G/99 du 26 avril 1999 relative aux interventions de BANK AL MAGHRIB sur le marché monétaire.
- Circulaire n°41/G/2004 du 31 décembre 2004 relative aux interventions de BANK AL MAGHRIB sur le marché monétaire.
- Loi N° 76-03 portant statuts de Bank Al Maghrib.

➤ **Sites d'Internet**

- www.bkam.gov.ma
- www.aef.asso.fr
- www.ladocfrancaise-gov.fr
- www.banquede france.fr
- www.banqueducanada.com
- www.ecb.int ■



LES DETERMINANTS DU TAUX D'INTERET DEBITEUR AU MAROC

Asmaa Hajar ESSAID *
Imane ELHOUM **

Introduction

Le taux d'intérêt débiteur est au cœur de questions cruciales pour le système financier marocain. Point focal des réflexions théoriques et empiriques sur l'efficacité de la politique monétaire, il est devenu, depuis quelques années, au cœur du débat sur l'amélioration des conditions de financement de l'économie marocaine.

Dès la fin des années 80, un large programme de réformes visant à libéraliser le système bancaire a été entamé. Les autorités monétaires ont progressivement abandonné le contrôle direct des taux d'intérêt et l'allocation du crédit, en introduisant des instruments basés sur une régulation par le marché. Par ailleurs, les règles prudentielles ont été renforcées et définies conformément aux normes de Bâle1, et actuellement selon le dispositif de Bâle2.

La dynamique réglementaire transforme les conditions de détermination du taux débiteur. Elle offre aux banques la possibilité de fixer librement le prix du crédit tout en les conduisant à une plus grande responsabilité, en matière d'identification du risque et de financement des entreprises

* Doctorante Centre Monnaie Finance Banque, Rabat ; Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohammed V, Agdal, Rabat; hajar_essaid@yahoo.fr

** Doctorante Centre Monnaie Finance Banque, Rabat ; Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohammed V, Agdal, Rabat elhoum_imane@yahoo.fr

L'objectif de cet article est d'expliquer la variation du taux d'intérêt débiteur, au sein de la dynamique réglementaire, à travers l'étude de la contribution explicative de ses principaux déterminants, à savoir **les coûts des ressources et le risque de crédit**.

Notre analyse se fera en trois temps. Nous examinerons tout d'abord les évolutions réglementaires du système bancaire marocain (section 1). Nous analyserons, par la suite les ressources bancaires (section 2) et enfin la politique de crédit des banques marocaines (section 3).

1. Implications de la dynamique réglementaire sur le taux débiteur

Les autorités marocaines ont entamé, dès la fin des années 80, un large programme de réformes visant à libéraliser le système financier. La réforme du système bancaire marocain a concerné trois volets : l'activité d'intermédiation bancaire, la réglementation prudentielle du secteur et les instruments de politique monétaire.

1.1. Libéralisation du taux débiteur : Passage d'une « gestion administrée » des taux débiteurs à « une logique de marché »

La libéralisation de l'activité d'intermédiation a été caractérisée essentiellement par le désencadrement du crédit, la libéralisation des taux d'intérêt, la suppression progressive des emplois obligatoires et la refonte du cadre législatif du secteur bancaire. Le but des autorités consiste à améliorer les conditions de concurrence et de financement, en mettant en place les bases d'un marché contestable et en permettant aux banques de tenir compte de leur coût et de la marge de crédit désirée dans la détermination du taux débiteur.

L'obligation faite aux banques d'afficher leur taux de référence¹ améliore le fonctionnement des mécanismes concurrentiels, et fait du taux débiteur l'un des critères de compétitivité bancaire et de choix de l'établissement bancaire par la clientèle.

Aussi, la libéralisation des taux débiteurs est-elle de nature à améliorer les conditions de financement et à faciliter l'accès au crédit à de nouvelles entités. En effet, le système antérieur, où les taux débiteurs étaient réglementés, incitait les établissements de crédit à discriminer parmi leurs clients et à rationner leur offre de crédits. Avec la libéralisation des taux débiteur, les banques marocaines vont pouvoir déterminer leur taux d'intérêt en fonction du prix de risque, et non en fonction du taux de référence de Bank Al-Maghrib. Ainsi, les banques pourraient satisfaire une part importante des demandes de financement émanant du secteur productif.

1.2. Réaménagement du cadre de la politique monétaire et le taux débiteur

La libéralisation du taux débiteur s'inscrit également dans le cadre de la rénovation des instruments de la politique monétaire. Les autorités monétaires ont progressivement abandonné le contrôle de l'activité bancaire en introduisant des instruments indirects basés sur une régulation par le marché.

Bank Al-Maghreb a supprimé, en 1995, la technique de réescompte et a introduit de nouvelles procédures d'intervention dans le refinancement des établissements bancaires qui sont assurés exclusivement sur le marché monétaire.² De plus, l'année 1999 marque l'introduction de nouveaux

¹ Il s'agit du taux minimum applicable à la clientèle. Ce dernier majoré d'une prime de risque dépendante de l'appréciation du client par sa banque, donne naissance au taux d'intérêt débiteur.

² Réaménagées en avril 1999, les procédures d'intervention de Bank Al-Maghrib consistaient, d'une part, en l'octroi d'avances à 7 jours sur appels d'offres, d'avances à 5 jours à l'initiative des banques et, accessoirement, d'avances à 24 heures et, d'autre part, en la réalisation d'opérations fermes d'achat et de vente de bons du Trésor ainsi que

instruments, mis en place afin d'adapter le dispositif monétaire au contexte de surliquidité devenu depuis quelques années structurel. L'institut d'émission a décidé de renforcer son dispositif de régulation du marché, en recourant aux opérations de swaps de change et en instaurant de nouvelles règles en matière de reprise de liquidité.³

La nouvelle politique monétaire, en encadrant par l'action sur le taux directeur le niveau du taux du marché interbancaire, cherche à agir sur les taux débiteurs. Néanmoins, une parfaite connexion entre ces taux n'est théoriquement réalisable que si les ressources des banques proviendraient en totalité de la banque centrale et que le coût marginal de refinancement détermine directement le taux des crédits bancaires.

1.3. Contrainte de la réglementation prudentielle sur la tarification du crédit

d'opérations de reprises de liquidités à taux fixe, en tant que mécanismes de réglage fin de la liquidité.

Le taux des avances à 7 jours sur appels d'offres et celui des avances à 5 jours constituaient respectivement les taux plancher et plafond entre lesquels devait normalement fluctuer le taux interbancaire.

³ Le cadre de la politique monétaire a fait l'objet d'un nouveau réaménagement, vers la fin de l'année 2003, à la suite duquel les instruments de la politique monétaire ont été classés en trois catégories :

- les avances à 7 jours sur appels d'offres, qui constituent le principal mécanisme de refinancement des banques et dont le taux de rémunération représente le taux directeur de la banque centrale ;
- les facilités permanentes de dépôt à 24 heures et d'avances à 5 jours, à l'initiative des banques, dont les taux respectifs constituent les limites inférieure et supérieure de la fourchette à l'intérieur de laquelle le taux interbancaire doit normalement fluctuer ;
- les mécanismes de réglage fin de la liquidité qui visent à maintenir le taux interbancaire à un niveau proche du taux directeur de Bank Al-Maghrib. En période de resserrement, la Banque peut injecter des liquidités en achetant des bons du Trésor ou des devises dans le cadre de swaps de change. A l'inverse, en période d'abondance, la Banque peut retirer les excédents de liquidités en effectuant des opérations de reprises de liquidités à 7 jours par voie d'appels d'offres et en vendant des bons du Trésor ou des devises dans le cadre de swaps de change. Elle pourra, à l'avenir, comme le prévoient ses nouveaux statuts, émettre des titres de créance.

La libéralisation du taux d'intérêt s'est effectuée, par ailleurs, dans un cadre prudentiel renforcé. Après avoir transposé dès 1993 le dispositif de Bâle 1 dans la réglementation nationale, les autorités monétaires mettent actuellement en place progressivement les dispositifs de Bâle 2. A cet effet, les établissements de crédit seront appelés à partir de 2007 à appliquer le nouveau ratio de solvabilité Mac Donough au lieu du ratio Cook⁴.

Le ratio Mc Donough ne change pas l'esprit de l'accord initial, mais l'enrichit. L'assiette de calcul « fonds propres /risques » reste fixée à 8%. Par contre, les fonds propres de la banque doivent désormais couvrir l'ensemble des risques bancaires.⁵ Par ailleurs, l'appréciation de ces risques devient plus fine et appropriée à chaque cas de figure. Pour ce qui est du risque de contrepartie, la principale innovation est de renoncer à la classification institutionnelle. Le nouveau ratio propose une mesure du risque plus réaliste qui tient compte des divergences pouvant exister au sein d'une même catégorie de risque. Aussi, la nouvelle réglementation propose aux banques de choisir entre trois approches de mesure du risque qui sont l'approche standard et deux approches de notations internes, l'une est dite simple et l'autre avancée.⁶ Le choix entre ces approches reste propre à la banque et tributaire du développement de ses techniques de gestion.⁷

⁴ En effet, les exigences de fonds propres définies dans l'Accord de 1988 présentaient plus d'une limite. D'abord, le ratio Cooke ne concerne qu'une partie des risques encourus par les banques qui est le risque de crédit. Ensuite les degrés de pondération du risque de crédit sont définis selon des critères plus institutionnels qu'économiques (la règle du « club OCDE »). Enfin le ratio Cooke ne prend en compte que quatre classes de risque alors même que dans une classe de risque, certains emprunteurs sont plus risqués que d'autres.

Globalement, l'Accord de 1988 se limitait à une approche unique et uniforme du risque, sans prise en compte des caractéristiques propres de chaque banque et de sa plus ou moins grande maîtrise à contrôler le risque.

⁵ Ainsi, le risque crédit sera couvert par 80% de l'ensemble des fonds propres utilisés pour le calcul du ratio. Le risque opérationnel, qui n'était pas couvert par Bâle I, absorbera quant à lui les 15 % des fonds propres et les 5% restants serviront comme couverture pour le risque de marché.

⁶ L'approche standard est fondée sur des notations fournies par des évaluateurs externes, en l'occurrence les agences de rating. Conceptuellement, elle est identique à celle de l'accord de 1988, mais elle est plus différenciée en fonction du risque.

Au-delà de la dimension financière, qui est la quantification de la relation entre risques et fonds propres, le dispositif Bâle2 prend en compte les systèmes de contrôle et de gestion interne des risques. L'enjeu est d'améliorer la gestion des risques en incitant les banques à adopter les meilleures pratiques de la profession

En renforçant les investissements structurants, l'introduction du nouveau ratio de solvabilité pourrait produire un effet très significatif sur l'offre de crédit et le taux débiteur des banques marocaines et être favorable aux impulsions des mécanismes de concurrence. Tout d'abord, l'amélioration de l'évaluation du risque de crédit permettrait une tarification plus précise du coût de fonds propres consommés lors de l'octroi d'un crédit. Ensuite, la mise en œuvre de cette réforme créerait des inégalités entre banques marocaines appelées à investir en systèmes d'information, de communication et de formation.

2. Taux débiteurs et coûts des ressources

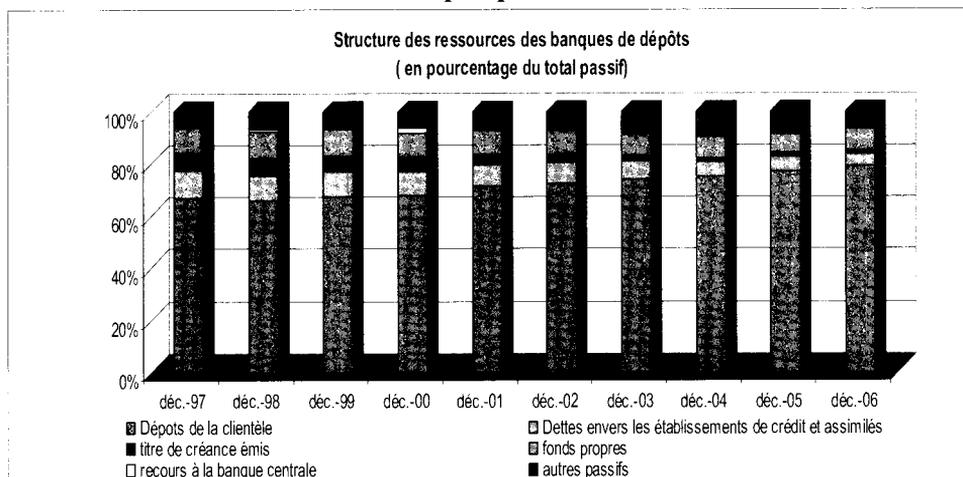
2.1. Evolution des ressources bancaires et la situation de surliquidité

Au Maroc, les ressources bancaires ont enregistré, ces dernières années, une forte part des dépôts de la clientèle et particulièrement des dépôts à vue non rémunérés.

L'approche basée sur la notation interne constitue la partie la plus innovante des accords de Bâle II. Selon cette approche, les banques peuvent évaluer elles-mêmes l'exigence en fonds propres à partir d'une fonction combinant différents paramètres : en particulier la probabilité de défaut de la contrepartie, l'exposition en risque au moment du défaut, le taux de perte en cas de défaillance, la durée de l'engagement... Cette approche a pour objectif et intérêt principal d'être plus sensible que le système proposé par Bâle I ou l'approche standard de Bâle II, aux risques réels de chaque banque, dans la mesure où elle appréhende le risque économique intrinsèque à une opération donnée

⁷ PEBEREAU M. « Les enjeux de la réforme du ratio de solvabilité » *Revue d'économie financière* ; n°73 ; Avril 2003 ; pages 3-4

Graphique n° 1



Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib⁸

Le volume des dépôts de la clientèle a plus que doublé, de 1997 à 2006, en passant de 168 milliards à 424 milliard de dirhams et leur part dans le total des ressources bancaires est passée de 67% à 80%. Cette progression des dépôts de la clientèle a été marquée principalement par la hausse de la part des dépôts non rémunérés, lesquels se sont élevés à 251,4 milliards de dirhams en 2006 contre 82 milliards en 1997.

La structure des ressources des banques s'explique par l'évolution de l'épargne financière. Cette dernière est formée essentiellement d'avoirs liquides et de placements à court terme. Les actifs financiers détenus par les agents non financiers, sous forme de dépôts à vue, se sont renforcés de 266 milliards de dirhams en 2006 contre 103 milliards de dirhams en 1998. Ils ont ainsi plus que doublé pendant 8 années.

Par ailleurs, l'étude des circuits de collecte de l'épargne permet de constater que la banque demeure l'acteur principal dans la mobilisation de l'épargne d'autant plus que l'épargne, traitée par les autres compartiments du marché des capitaux reste encore faible.

⁸ Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006.

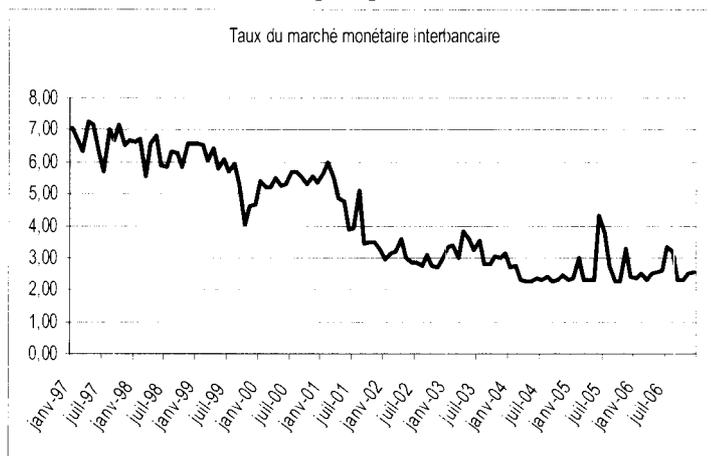
Le ratio élevé des dépôts à vue non rémunérés devra exercer normalement son impact sur le comportement de marge des banques et la facturation des coûts des ressources, tant il est vrai que l'augmentation des ressources gratuites devrait favoriser la baisse des taux débiteurs.

Par ailleurs, le poids des dépôts dans les ressources bancaires n'est pas sans effet sur la transmission de la politique monétaire. En effet, le contexte monétaire actuel est marqué par une surliquidité structurelle, les banques sollicitant très rarement le refinancement de la banque centrale, ce qui leur permet de se soustraire, dans une large mesure, à son contrôle et les place dans une situation d'indépendance vis-à-vis de l'institut d'émission.

2.2. Evolution des coûts des ressources

La situation de surliquidité, mentionnée plus haut, a eu son impact sur les conditions du marché monétaire. Le taux du marché monétaire s'est inscrit dans une tendance baissière depuis quelques années, passant de 6,56% en janvier 1999 à 2,55% en décembre 2006.

Graphique n° 2



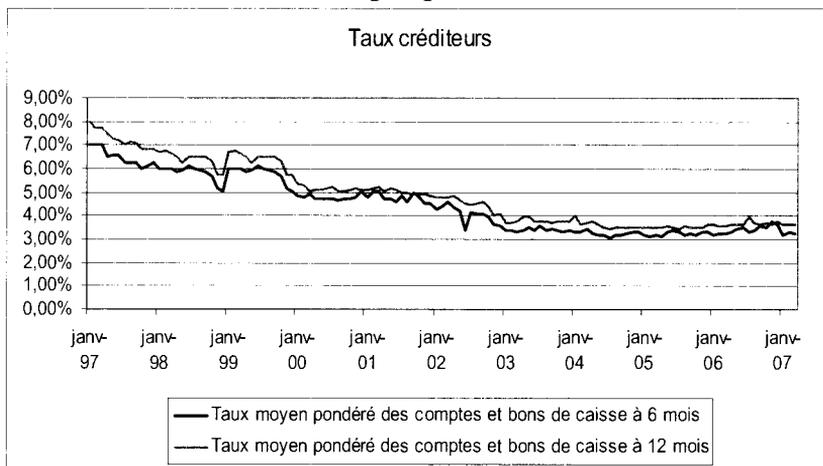
Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib ⁹

⁹ Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006.

Il est à relever, que depuis 1999, les variations du taux du marché interbancaire ne semblent pas être toujours contrôlables par l'institut d'émission. Avec un taux du marché interbancaire qui s'inscrit dans des niveaux moyens souvent inférieurs au taux des avances à 7 jours de la banque centrale, le marché interbancaire est devenu « hors-banque », et les excédents en monnaie centrale des uns font plus que compenser les déficits des autres. Ainsi, les effets des actions sur les taux de la Banque centrale paraissent bloqués au niveau du marché monétaire et n'ont pas une influence systématique sur le taux débiteur.

La tendance baissière du taux interbancaire a également affecté les taux créditeurs, réduisant ainsi la rémunération des ménages. Les taux minimums appliqués par les banques aux comptes sur carnet ont enregistré une baisse considérable, en passant de 6% à 2,49% du premier semestre de 1999 au deuxième semestre de l'année 2006.

Graphique n° 3



Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib ¹⁰

¹⁰ Idem

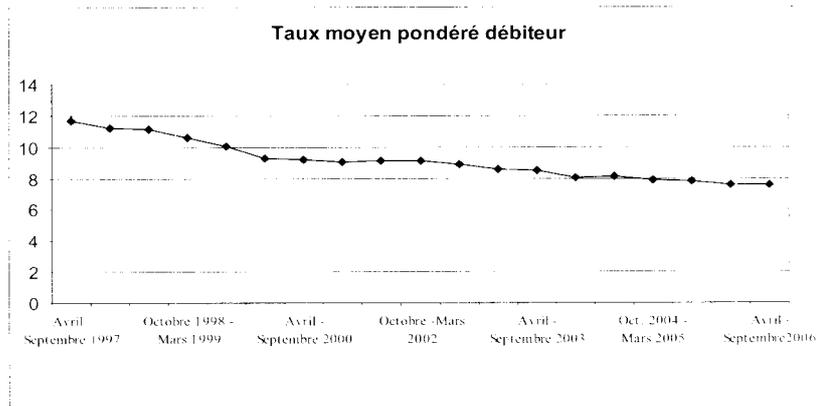
Les taux de rémunération des dépôts à 6 mois et à un an auprès des banques ont, à leur tour, été réduits entre 1997 et 2006 respectivement de 340 et 420 points de base, pour se situer fin 2006 à 3,64% et 3,74%.

2.3. Coûts des ressources et taux débiteur

La part élevée des dépôts non rémunérés dans les ressources bancaires et la baisse du coût global des ressources bancaire devront favoriser en toute logique la baisse des taux débiteurs.

De la lecture du graphique, retraçant l'évolution du taux moyen pondéré du crédit, nous pouvons remarquer, qu'il existe un certain parallélisme entre l'évolution du taux débiteur et les coûts des ressources.

Graphique n° 4



Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib ¹¹

Les conditions débitrices des banques ont baissé pendant la période 1997-2006 passant de 11,65% en 1997 à 7,58% en 2006, soit une baisse de 407 points de base.

¹¹ Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006.

Cependant, avant d'affirmer l'existence d'une relation entre le taux débiteur et les coûts des ressources, il faudrait évaluer son intensité et le degré d'explication des variations du taux débiteur par les coûts des ressources.

Pour examiner la relation entre les coûts des ressources et le taux débiteur, nous nous appuyons sur un modèle statistique de type régression multiple qui permet d'établir les degrés de contribution explicatifs de chacune des variables retenues. Dans notre étude, la variable dépendante ou à expliquer, est le taux débiteur et les variables explicatives sont les coûts des ressources.

Cette relation sera examinée à travers l'estimation de l'équation suivante :

$$T_d = \beta_0 + \beta_1 T_c + \beta_2 T_i + U_i$$

où :

T_d : taux débiteur semestriel

T_c : taux créditeur semestriel

T_i : taux du marché interbancaire

L'existence d'une relation explicative du modèle établi peut se mesurer à travers le coefficient de détermination et les tests Fisher-Snédecor (pour le modèle dans son ensemble), et Student-Fisher (pour chacune des variables).¹²

Le coefficient de détermination est une mesure de la précision de l'ajustement de la droite de régression. Il s'agit du rapport entre la variation de la variable dépendante, expliquée par le modèle de régression, et sa variation totale. Le coefficient de détermination ajusté, quant à lui, tient compte du nombre de variables explicatives.

¹² Cette étude repose sur l'hypothèse de la normalité des distributions et l'application de cette méthode se fera à l'aide du logiciel d'analyse SPSS sur des données semestrielle. Pour les données statistiques, le travail s'appuiera sur les différentes publications de Bank Al Maghreb. Et la période d'étude s'étendra du premier trimestre 1999 au quatrième trimestre 2006.

Le R-deux ajusté de l'étude est égale à 0,905 ce qui signifie que 90,5 % des variations du taux débiteur sont expliquées par le modèle de régression. En conséquence, on peut déduire que la qualité de l'ajustement est très forte et que les coûts des ressources ont globalement des effets sur les variations du taux débiteur.

Le test de Fisher-Snedecor a pour but d'évaluer la qualité de cet ajustement en effectuant un test général sur l'ensemble des coefficients des variables explicatives.

Il permet de tester les hypothèses suivantes :

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = 0$$

H1 : au moins un des coefficients β_i est différent de 0

D'après le tableau de l'analyse de la variance du modèle, la probabilité associée à la statistique $F=86,755$ est nulle. De ce fait H_0 est rejetée. Il existe ainsi au moins un coefficient qui n'est pas nul et le modèle est globalement significatif.

Finalement, afin de rendre la modélisation plus pertinente, il est nécessaire d'étudier la contribution marginale de chaque variable dans le modèle général. Pour cela, l'utilisation du test de Student-Fisher s'impose. Ce test permet de juger de la pertinence de chaque variable explicative, comme si elle était la dernière variable introduite dans l'équation de régression.

Nous procédons au test d'hypothèse (nulle), selon laquelle la valeur des coefficients de régression n'est pas significativement différente de 0 (en d'autres termes, qu'il existe bien une relation entre la variable dépendante et la variable indépendante en question).

Pour la variable « taux créditeur », la probabilité associée à la statistique t de Student est nulle, ce qui signifie que les coûts des dépôts bancaires participent significativement à l'explication de la variation du taux débiteur

Pour la variable « taux du marché interbancaire », la probabilité associée à la statistique t de Student (0,360) est de 0,723 soit largement

supérieure au seuil de 5%, ce qui signifie que le coefficient de régression n'est pas significativement différent de zéro.

Ainsi, la variable « les taux du marché interbancaire » est une variable qui n'exerce aucun effet déterminant sur le taux débiteur et ceci malgré le net repli du loyer de l'argent sur le marché interbancaire du fait de l'aisance de la trésorerie bancaire.

Par conséquent, en introduisant une méthode de sélection des variables, le modèle définitif ne retient que le taux créditeur comme variable explicative de la baisse du taux débiteur.

3. Taux débiteur et risque de crédit

En plus des coûts de ressources, la tarification du crédit est tributaire de la politique globale de crédit suivie par la banque et sa gestion du risque en particulier.

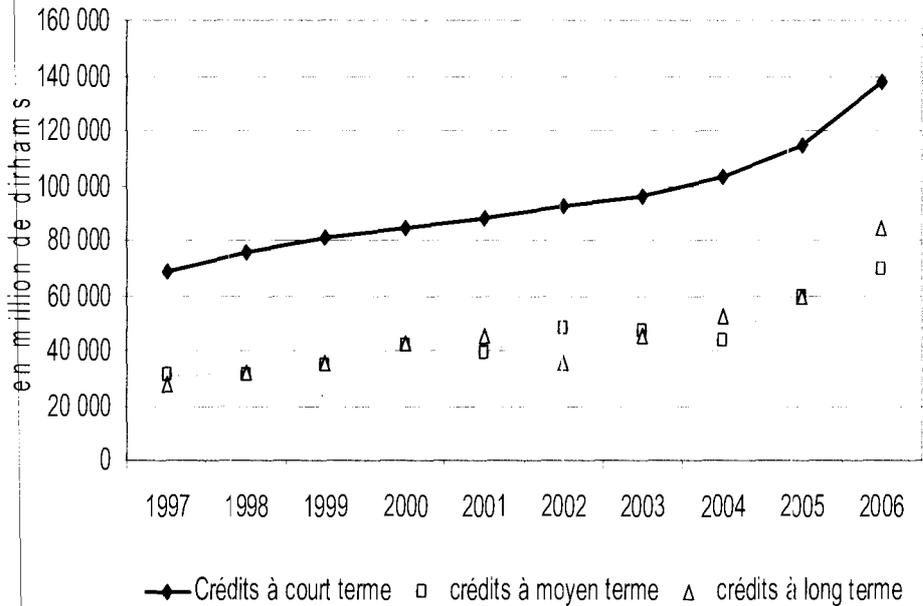
Pour expliquer les niveaux des primes de risque, exigées par les banques marocaines, nous partons de la lecture de certains indicateurs, à savoir la structure des crédits, l'évolution du ratio de solvabilité et du taux des créances en souffrance, pour définir l'attitude des banques vis-à-vis du risque du crédit et leur comportement sur le marché de crédit.

3.1 L'offre de crédit

L'analyse de la structure des crédits bancaires renseigne sur la politique de crédit des banques marocaines et leur attitude vis-à-vis du risque.

Graphique n°5

Evolution des crédits à l'économie par terme



Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib ¹³

Les crédits consentis par les banques à la clientèle et aux sociétés non financières restent dominés par les concours à court terme. Fin décembre 2006, sur l'ensemble des crédits distribués par les banques, l'encours des prêts à court terme est estimé, à 138 055 millions de dirhams, soit une proportion de 47%. Le reste, représentant 153 696 millions, est constitué de 45% des crédits à moyen terme et 55% des crédits à long terme.

¹³ Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006.

La structure par terme des crédits s'explique par un comportement des banques marocaines consistant à privilégier le financement des activités à courte échéance, à rentabilité immédiate et à faible risque.

Par ailleurs, la structure du crédit par agent et par nature est marquée par une faible part des crédits d'investissement. Tandis que les crédits consentis aux ménages se sont accrus, passant de 26 892 millions de dirhams, en 1997 à 106 542 milliards de dirhams, en 2006. Ils représentent ainsi, en 2006, 37% de l'ensemble des crédits contre 20% en 1997. Cette évolution de l'endettement des ménages est déterminée par l'expansion des crédits à l'habitat et, dans une moindre mesure, par le crédit à la consommation.

L'implication des pouvoirs publics a contribué au dynamisme de l'offre bancaire. Jusqu'à 2003, la politique des pouvoirs publics encourageait le financement de l'acquisition de « l'Habitat Bon Marché », via un système de ristournes d'intérêt qui était assuré par deux banques. Par la suite, ce système a été remplacé par l'institution de plusieurs fonds de garantie, visant à faciliter l'accès des ménages aux crédits à l'habitat auprès de l'ensemble des banques et ce, en leur offrant des conditions avantageuses, en termes de taux d'intérêt, de quotité et de durée.¹⁴

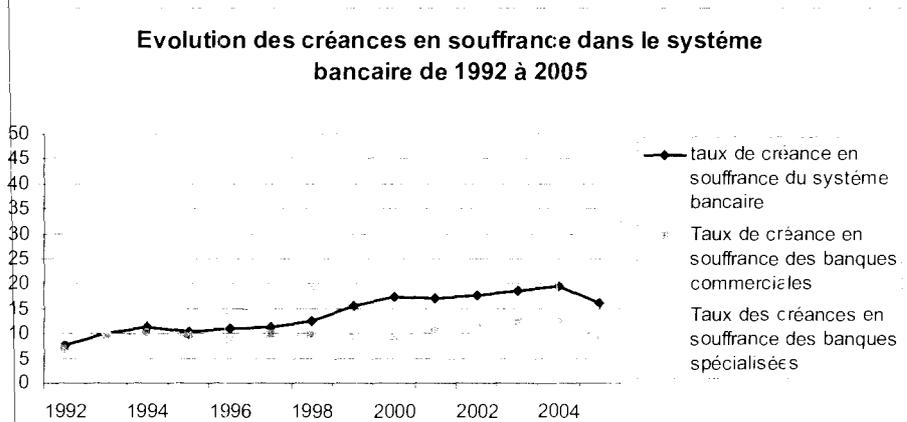
En ce qui concerne les crédits aux entreprises, ils sont composés principalement des facilités à court terme. L'encours des comptes débiteurs et des crédits de trésorerie se sont élevés en 2006, à 97,81 milliards de dirhams, soit 34,4% de l'ensemble des crédits distribués par les banques. Il est clair que les banques marocaines ne participent que très peu au financement de l'investissement. La part des crédits d'équipement, par rapport à l'ensemble des crédits, varie, depuis 1997, entre 22% et 29%. Leur part, par rapport au total des actifs, a varié entre 11,8% et 14%, de 1997 à 2006.

¹⁴ Rapport annuel de Bank Al Maghrib sur le contrôle, l'activité et les résultats des établissements de crédit, année 2004.

3.2. Niveau de risque supporté par les banques marocaines

Les crédits à l'économie, distribués par les banques, sont peu risqués, constitués essentiellement de prêts à court terme, qui sont facilement récupérables et assorties d'importantes garanties. Cette stabilité financière est traduite par l'évolution des taux des créances en souffrance et le ratio de solvabilité.

Graphique n° 6



Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib ¹⁵

Les créances en souffrance se sont accrues, pendant ces dix dernières années. Leur niveau se chiffrait à 48 milliards de DH fin 2004, soit 19,4% du total des crédits distribués, alors qu'il n'était que de 9,3% en 1992.

Ces chiffres, toutefois, méritent d'être nuancés. En effet, ces évolutions recouvrent des situations différenciées d'une catégorie de banques à l'autre. La répartition des créances en souffrance selon l'origine de l'établissement de crédit (banque privée ou ex OFS) s'impose afin d'attribuer les parts respectives des créances en souffrances aux ex OFS connaissant des difficultés de gestion et aux banques privées.

¹⁵ Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006.

L'éclatement des créances en souffrances entre ces deux catégories permet de constater que l'aggravation des créances en souffrance est essentiellement due aux banques ex-spécialisées (CIH, BNDE et CNCA), lesquels totalisaient 22,5 milliards de dirhams de créances en souffrance, soit un montant qui représente près de la moitié des créances en souffrance du secteur bancaire pris dans sa globalité et un taux de risque de 38,3% en 2005

Il est à noter que le niveau des créances en souffrance n'est pas synonyme de la dégradation de la qualité des actifs bancaires. Il révèle également, le renforcement des règles de classification des créances en souffrance, introduites en 1993, appliquées jusqu'en 1996 et réaménagées à la fin des années 2002 et 2004.

Aussi, du fait que plusieurs banques ne recourent pas à la radiation des créances irrécouvrables même dans les cas où elles seraient provisionnées, les bilans des banques sont généralement alourdis par un niveau important de vieilles créances improductives et entièrement provisionnées.

Ceci apparaît lorsque les banques marocaines se sont engagées dans un processus d'assainissement des portefeuilles de crédit à travers des opérations de radiation des créances en souffrance en 2005, les taux des créances pour l'ensemble du système bancaire et des banques commerciales en particulier ont baissé respectivement de 3,2 et 2,8 points.¹⁶

Le niveau de risque pris, par les banques et leur capacité à le couvrir est illustré également par leur coefficient de solvabilité.

¹⁶ Rapport annuel de Bank Al Maghrib sur le contrôle, l'activité et les résultats des établissements de crédit, exercice 2005 ; page 7-8

Tableau n° 1
Evolution du ratio de solvabilité moyen des banques (en %)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ensemble des banques	11,2	12,6	12,1	11,1	12,6	12,2	9,6	10,2	11,5
Banques commerciales	12,7	13,1	13	14,7	15,3	15,3	-	13,5	14,20
Banques spécialisés	6,1	11,1	8,3	5,9	1,2	0,5	-	-	-

Source : Tableau construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib¹⁷ et du rapport du FMI¹⁸

Le ratio de solvabilité du système bancaire marocain s'établit en moyenne à 11,5% en 2005, bien au-dessus du seuil prudentiel de 8 %. A noter que cette moyenne renferme des évolutions contrastées. Le ratio de solvabilité des banques commerciales s'établit à 14,20% en 2005 et 15,3% en 2001 et 2000, alors qu'il n'est que de 0,5 % pour les banques spécialisées en 2002.

Globalement, la solvabilité du secteur bancaire est satisfaisante. Le ratio de solvabilité du secteur dépasse largement le taux minimum réglementaire. Cette situation ne s'explique pas, néanmoins, par une bonne gestion du risque mais plutôt par les caractéristiques de l'offre de crédit et de la structure des emplois des banques marocaines, dominés par des crédits hautement couverts (crédits à la consommation, crédits immobiliers) au détriment des concours au système productif.

3.3 Construction et analyse des primes de risque

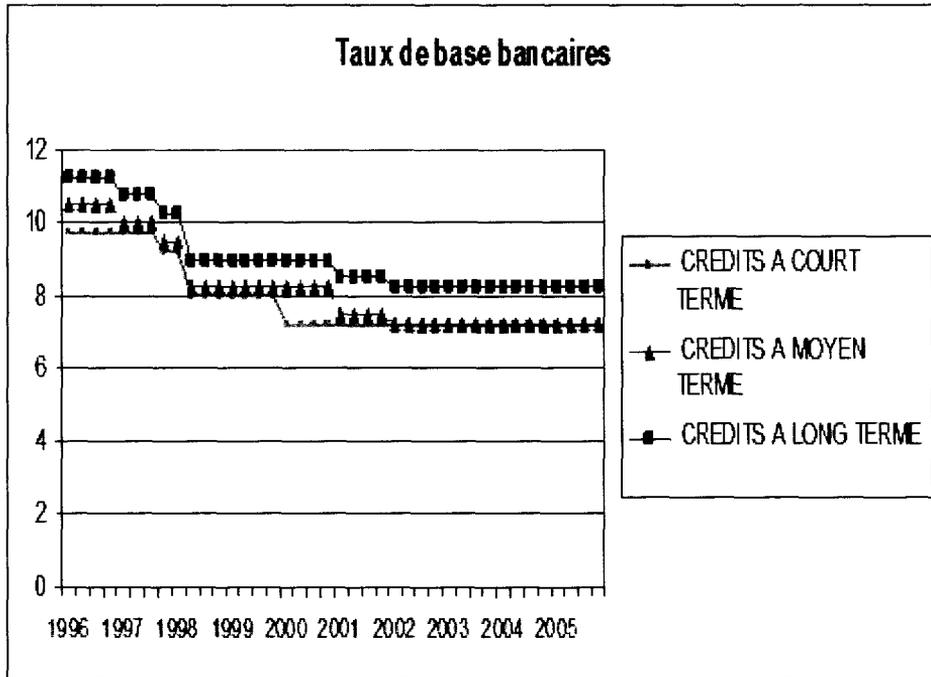
Les banques sont tenues, depuis 1996, d'afficher dans leurs guichets le taux de base bancaire en tant que référence aux taux appliqués à la clientèle. C'est le taux appliqué aux meilleurs clients présentant peu de

¹⁷ Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006.

¹⁸ Fond Monétaire international: « Evaluation de la stabilité du système financier. Maroc » Etude réalisée par le département de la monnaie et des changes et le département Moyen Orient, 8 avril 2003

risque. Il reflète le comportement concurrentiel des banques et la tarification des coûts des ressources.

Graphique n° 7



Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib ¹⁹

Dès la suppression en février 1996 des limites imposées aux taux débiteurs, les banques ont uniformément fixé leur taux de base bancaire à 9,75% et 10,50% respectivement pour les crédits à court et moyen terme et à 11,50% pour les prêts à long terme. De 1996 à 2002, les taux de base des crédits à court terme et moyen terme ont baissé respectivement de 2,5 et 3,5 points et celui des crédits à long terme a baissé de 3 points. Depuis 2002 les taux de base bancaires se sont stabilisés à 7,25 % pour les crédits à court et à moyen terme et à 8,25% pour le long terme.

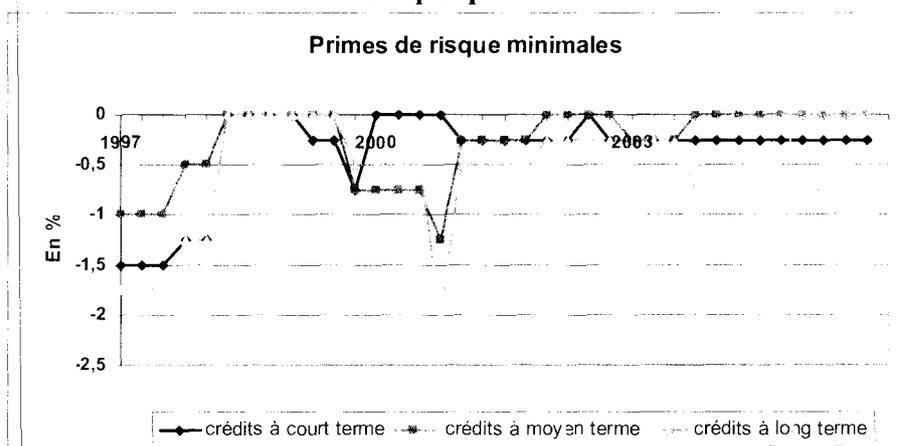
De l'évolution décrite du taux de base bancaire, il s'avère qu'il existe une faible concurrence entre banques marocaines sur le taux de base

¹⁹ Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006.

bancaire et toute baisse semble être décidée par consensus entre la majorité des banques qui affichent le même taux de référence, avec toutefois des différences insignifiantes (0,25 à 0,5 points)²⁰.

L'examen des primes de risques montre, quant à lui, que les baisses du taux débiteur et la concurrence bancaire n'ont bénéficié qu'aux entreprises d'une grande envergure, en mesure de négocier leurs demandes de crédit à des conditions proches des taux de base bancaires.

Graphique n° 8



Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib²¹

D'après le graphique représentant la structure de la prime de risque par terme, nous pouvons constater que les primes de risque accordées aux meilleurs clients étaient pour l'ensemble des crédits négatives. Ce taux a

²⁰ En juin 1999, une banque de la place a réduit de 0,25 point le taux de base des crédits à court terme.

En décembre 1999, une banque de la place a réduit de 0,50 point ses taux de base, tandis qu'une autre banque a abaissé de 50 points de base les taux des crédits à moyen et à long termes.

En avril 2002, une banque de la place a ramené le taux des crédits à moyen terme à 7,25% et celui des crédits à long terme à 8,25%.

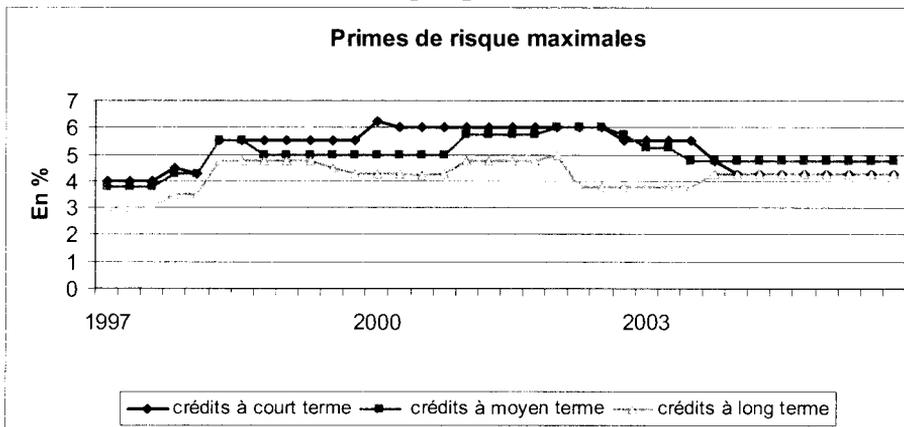
²¹ Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006.

atteint par exemple - 2% pour les crédits à long terme pendant le troisième trimestre de 2000. Les banques offrent à leur meilleure clientèle des taux parfois inférieurs à leurs taux de base qui représente normalement le taux sans risque accordé aux meilleurs clients.

La négativité des primes de risque est le reflet d'une concurrence bancaire intense sur certains segments de marché des crédits, les banques, en vue d'attirer une clientèle-cible et de conquérir des parts de marché vendent à perte. Cependant la négativité ne constitue pas un phénomène alarmant, puisque les primes de risque n'intègrent pas l'effet des commissions, et la marge des banques se fait sur le volume des services et des commissions.

Quant aux autres emprunteurs, considérés comme très risqués par les banques, ils continuent de se voir appliquer des taux débiteurs incluant, en plus du taux de base, des primes de risque pouvant atteindre des niveaux relativement élevés. Ce qui dénote d'une faible contestabilité du marché bancaire sur ce segment.

Graphique n° 9



Source : Graphique construit par nous même à partir des rapports de Bank Al Maghrib²²

²² Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1997 à 2006

Pour les crédits à court terme, les primes pour les clients les plus risqués ont atteint 6%, de 2000 à 2002, pour se stabiliser par la suite à 4,25%. Les primes de risque des crédits à moyen terme ont varié quant à eux entre 3,75% et 5,75, entre 1997 et 2005, pour atteindre leur taux maximum en 2002. Par contre, les primes de risque à long terme n'ont jamais dépassé 5% et les primes maximales ont varié entre 1997 et 2005 entre 3% et 4,75%.

Les différentes courbes des primes du risque traduisent clairement le politique de crédits des banques marocaines et leur comportement vis-à-vis du risque. En effet, les banques marocaines privilégient les crédits à court terme qui représente une part relativement élevée de l'ensemble des crédits consentis par le secteur bancaire, et les crédits à long terme sont généralement accordés aux grands clients les moins risqués.

5. Conclusion

La baisse continue des taux débiteurs ne signifie pas nécessairement l'amélioration des conditions de financement de l'économie. Les niveaux du taux débiteur sont largement influencés par la politique de crédit, suivie par les banques marocaines.

Le grand poids des dépôts à vue dans les ressources bancaires, la part très significative des crédits hautement couverts dans les emplois bancaires (crédits hypothécaires, crédits à la consommation...) et la faible concurrence sur le marché de crédit laissent penser que les banques marocaines profitent d'une rente de situation qui traduit davantage un accès privilégié à des ressources à faible coût qu'une plus grande efficacité des techniques de gestion.

Toutefois, l'introduction du nouveau ratio de solvabilité Bâle 2 devrait produire un effet significatif sur le taux débiteur et impulser les mécanismes de concurrence, d'abord par l'amélioration de l'évaluation du risque de crédit, ensuite par la création d'inégalités entre les banques marocaines.

En outre, l'ouverture programmée du compte capital aura certainement d'autres effets sur le développement de la contestabilité du marché bancaire, mais pour l'heure les banques marocaines sont loin d'avoir atteint la taille critique pour supporter la concurrence des banques étrangères.

BIBLIOGRAPHIE

Documents généraux

- CHERIF M. « les taux d'intérêt », la revue banque éditeur, février 2000
- DE COUSSERGUES S. ; "Gestion de la banque du diagnostic à la stratégie " ; 3ème édition ; collection : Dunod ; 2002
- DEMEY P., FRACHOT A. et RIBOULET G. « introduction à la gestion actif- passif bancaire » Economica Gestion, Série Politique Générale, finance et Marketing, 2003
- DE SERVENY A ; « le risque de crédit, nouveaux enjeux bancaires » ; DUNOD Paris ; 2002
- DESCAMPS C. et SOICHOT J. « Economie et gestion de la banque », collection : Les Essentiel de la Gestion, Edition : Management et Société, 2002
- DUBERNET M. « Gestion Actif passif et tarification des services bancaires » Economica Gestion, 1997
- GUEUNING H.V. et BATENOUC S.B. « Analyse et gestion du risque bancaire un cadre de référence pour l'évaluation de la gouvernance d'entreprise et du risque financier » 1ère édition, Banque Mondiale, Edition ESKA, 2004
- MISHKIN F. « monnaie, banque et marchés financiers » 7ème édition, PEARSON Education, 2004
- PATAT J.P. « Monnaie, système financier et politique monétaire » 6ème édition, Economica, 2002
- PLIHON D. « la monnaie et ses mécanismes » Repères, Edition la découverte, 2001

- VERNARD N. « Economie bancaire » Collection Amphi Economie Bréal, 2001

Documents spécialisés

- AYADI, R., DE LIMA, P., PUJALS, G « Les restructurations bancaires en Europe », Revue de l'OFCE, hors-Série. mars 2002, pages 325-382.
- BAUMEL L. et SEVESTRE P. ; « la relation entre le taux des crédits et le coûts des ressources bancaires, modélisation et estimation sur données individuelles de banques » ; Annales d'Economie et de Statistique ; n°59, 2000
- BEDUE A. et LEVY N. « Relation banque-entreprise et coût du crédit » Revue d'économie financière n°39 ; Réflexion sur le système bancaire français ; Janvier 1997
- BENSALD B. et DE PALMA A. « Concurrence imparfaite et transmission de la politique monétaire sur les taux débiteurs » ; Revue d'Economie Financière, n°27 ; « l'industrie bancaire » Avril 1993, page 299-304
- BENSALD B. et DE PALMA A. « Politique monétaire et concurrence bancaire », Annales d'Économie et de Statistique, n° 40, 1995, pp. 161-176.
- BOUTILLIER M., KIERZENKOWSKI R. ET ROUSSEAU P. ; « Taux d'intérêt des crédits bancaires : une analyse en termes de spreads sur données françaises de 1993 à 2004 » Document de travail DESM, Banque de France, et EconomiX, Université Paris X – Nanterre, décembre 2005
- CHURN R. et PANIGIRTZOGLU N. « Decomposing Credit Spreads », Bank of England Working Paper, n° 253; 2005
- DE BANDT O et PFISTER C. « Politique monétaire, capital bancaire et liquidité des marchés » ; Revue d'économie financière ; n°73, Avril 2003
- DE BOND T G.J. « Retail Bank Interest Rate Pass-through: New Evidence at the Euro Area Level », document de travail de la BCE, n° 136, avril 2002

- EBER N.; « Relation de clientèle et concurrence sur les marchés bancaire » ; Revue d'économie financière ; n°27 : « L'industrie bancaire » ; avril 1993 ; page 399-414
- GAMBACORTA L.; « How do Banks Set Interest Rates», *NBER Working Papers*, National Bureau of Economic Research, n° 10295, juin 2004
- GRIMAUD A. et ROCHET J.C « L'apport du modèle de concurrence monopolistique à l'économie bancaire »Revue économique, Année 1994, Volume 45, Numéro 3 ; p. 715- 726
- GROUPE DE TRAVAIL BALE 2 « la réforme de Bâle 2, une présentation générale » ; Club de la Sécurité des Systèmes d'Information Français ; Décembre 2004
- GUILLE M. « Instabilité du crédit et asymétrie de l'information : une revue de la littérature » ; Revue d'Economie Financière, n°29 ; avril 1994 ; pages 229-254
- JACOLIN L. et PAQUIER O. « la tarification des crédits » Revue d'Economie Financière, n°35, « la tarification des services bancaire », avril 1995, pages 119-140
- KIERZENKOWSKI R. « le canal étroit du crédit : une analyse critique des fondements théoriques » CREFED, Université Paris Dauphine, Avril 2001
- LEDOUX B. et BERREBI L. « le coût du crédit : facteur normatifs et conditions de marché », Revue d'Economie Financière, n°35, avril 1995
- LEVY-GARBOUA L. et LEVY-GARBOUA V. « Le comportement bancaire, le diviseur de crédit et l'efficacité du contrôle monétaire »Revue économique, Année 1972, Volume 23, Numéro 2, p. 243 – 282
- LEVY-GARBOUA V. « Le ratio Cooke et les fonds propres des banques » ; Revue d'Economie Financière ; Revue d'économie financière n°27 ; avril 1993 ; page 47-73
- LEVY LANG A. « Qu'est ce que Bâle II change à la stratégie bancaire ? » Revue d'économie financière ; n°73 ; Avril 2003
- LOBEZ F. « la banques et marchés du crédit » ; Collection Finance ; PUF ; première édition ; 1997

- LUBOCHINSKY C. « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », Revue de Stabilité Financière, Banque de France, n° 1, novembre 2002, pp. 85-102.
- NOUY D. « L'économie du nouveau dispositif et les conséquences de la nouvelle réglementation » ; Revue d'économie financière ; n°73 ; Avril 2003
- PEBEREAU M. « Les enjeux de la réforme du ratio de solvabilité » Revue d'économie financière ; n°73 ; Avril 2003
- PUJAL A. « De Cooke à Bâle II » ; Revue d'économie financière ; n°73 ; Avril 2003
- REMOND O. « Crédit aux particuliers : l'apport de Bâle II » ; Banque Stratégie n° 199, décembre 2002
- ROCHET J.C. ; « Le point de vue théorique » ; Revue d'Economie Financière, n°35, « la tarification des services bancaire », avril 1995
- THE VAN N. « Inputs, outputs et fonctions de coût bancaire, Critiques et reformulation » ; Revue d'économie Financière ; n°27 : « l'industrie bancaire » ; avril 1993, page 155-167
- THORAVAL P.Y. et DUCHATEAU A. ; « Stabilité financière et nouvel accord de Bâle », Revue de la stabilité financière ; Banque de France, N° 3, novembre 2003 ; pages 53-67
- WALL P. « les tarifications des services bancaires » Revue Analyse financière, juin 1995, n°103, juin 1995 ; page 61-65

Rapports

Bank Al Maghrib :

Rapports annuels de Bank Al Maghrib de 1990 à 2006.

Rapport annuel de Bank Al Maghrib sur le contrôle, l'activité et les résultats des établissements de crédit, de 2004 à 2006

Bulletins trimestriels du numéro 83 de septembre-décembre 1999 au numéro 110 de décembre 2006

Note Mensuelle De Conjoncture, Février 2005

Banque :

Rapports annuels de la Banque Centrale Populaire de 1999 à 2004.

Rapports annuels de la Banque Marocaine du Commerce Extérieur de 1999 à 2004.

Rapports annuels de la Banque Marocaine du Commerce et de l'Industrie de 1999 à 2004.

Rapports annuels du Crédit du Maroc de 1999 à 2004.

Rapport annuel du Crédit Immobilier et Hotelier de 1999 à 2004

Rapport annuel de Attijarriwafa bank de 1999 à 2004

Banque Mondiale ;

Banque Mondiale « Royaume du Maroc, Note de stratégie du secteur financier », département développement du secteur privé et finance, Région Moyen Orient et Afrique du Nord Septembre 2000

Fonds Monétaire International

Fond Monétaire international; « Evaluation de la stabilité du système financier, Maroc » Etude réalisée par le département de la monnaie et des changes et le département Moyen Orient, 8 avril 2003

Ministère des Finance et de la Privatisation

- « Bilan de la réforme du secteur financier » direction du Trésor et des finances extérieurs, division des études monétaires et de la réglementation bancaire, services des études monétaires, Mars 2004

- « opportunité de mise en œuvre d'une politique de ciblage de l'inflation au Maroc » Direction de la politique Economique générale, document de travail n° 102, juillet 2004
- « Fiche relative au taux d'intérêt » Direction des études et des prévisions financières, document de travail n°42 juillet 1999
- « Evolution récente du secteur financier, secteur bancaire, bourse de Casablanca » Département de l'économie, des finance et de la privatisation, direction de la politique économique générale, janvier 2001
- HEMAMOU H. ; « L'impact de la baisse des taux d'intérêt : les mécanismes de transmission et les enseignements d'une simulation », Ministère des finances et de la Privatisation ; direction de la Politique Economique Générale ; document de travail n°89, juin 2003
- LOUALI H. « Evaluation du financement de la PME au Maroc » Ministère des Finances et de La privatisation, Direction de la Politique Economique Générale, Aout 2003

UNE ANALYSE DE L'EXPERIENCE MAROCAINE LA LIBERALISATION FINANCIERE PEUT- ELLE AUGMENTER OU REDUIRE L'EPARGNE ?

Afifa HAKAM *
Saïd TOUNSI **

INTRODUCTION

Les réformes intervenues depuis la seconde moitié de la décennie quatre vingt dans le domaine monétaire et financier ont incontestablement contribué, avec d'autres facteurs tels que le renforcement du degré de confiance dans le système financier à améliorer le taux d'épargne qui a gagné de 2000 à 2005 presque 6 point de PIB. Mais les contraintes¹ sont si fortement insistantes qu'elles empêchent pratiquement de canaliser suffisamment d'épargne notamment financière et longue.

* Enseignante chercheur à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohammed V, Agdal, Rabat.

** Enseignant chercheur à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohammed V, Agdal, Rabat.

1

- faible niveau de bancarisation de l'ordre de 25% ;
- du faible volume de valeurs mobilières offertes en bourse (actions et surtout obligations privées)
- d'absence de cadres réglementaire et incitatif pour des produits d'épargne individuelle (PEA et PERP notamment) ;
- d'un système incitatif favorisant la mobilisation de l'épargne essentiellement à court terme ;
- et d'une abondance des liquidités bancaires n'encourageant pas les entreprises à se financer sur les marchés de capitaux.

La présente étude se propose deux objectifs sous tendus par deux hypothèses de recherche. Le premier objectif de l'étude est de vérifier si les différents éléments apportés par la libéralisation financière retentissent sur l'épargne. Le second objectif consiste à évaluer l'impact de la libéralisation financière sur le niveau et la structure de l'épargne domestique au Maroc². Les hypothèses sont les suivantes :

- (i) la hausse du taux d'intérêt en terme réel qui découle de la libéralisation financière encourage, dans le cas où l'effet substitution est supérieur à l'effet revenu, l'épargne.
- (ii) la libéralisation financière a un effet positif sur le niveau de l'épargne et permet de l'orienter vers des placements moyens et long terme.

Les deux premières sections de cette recherche tracent le cadre théorique et empirique de la problématique de l'impact de la libéralisation financière sur le niveau de l'épargne et passent en revue le processus de libéralisation financière entamé au Maroc depuis la fin des années 80. La troisième section examine d'abord les principaux canaux (l'accès au système financier et l'accès des ménages au crédit) qui permettent en principe à la libéralisation financière d'influencer l'épargne. Ensuite elle présente la vérification empirique des retombées de la libéralisation sur le niveau de l'épargne au Maroc.

La quatrième section prospectera l'impact de la libéralisation financière sur la structure de l'épargne financière.

² Takarroumt Saloua (Mars 2007): Impact de la libéralisation financière sur le niveau et la structure de l'épargne au Maroc» Mémoire pour l'obtention du Diplôme d'Etudes Supérieures Approfondies U.F.R. Monnaie – Finance

1. Libéralisation financière et épargne : synthèse des principaux travaux théoriques et empiriques

L'effet de la libéralisation financière sur l'épargne a fait l'objet de plusieurs travaux théoriques et d'investigations empiriques. Dans cette section, nous présenterons d'abord une synthèse générale des travaux théoriques. Ensuite, nous examinerons les études empiriques les plus récentes en la matière. Ces dernières n'apportent pas une réponse commune à la question de l'impact de la libéralisation financière sur l'épargne.

1.1. Synthèse des principaux travaux théoriques

La littérature macroéconomique concernant l'impact de la libéralisation financière sur l'épargne est considérable³. Dans la théorie standard l'épargne courante est considérée comme un élément résiduel car la prise en considération de la contrainte inter temporelle ne permet d'obtenir que les consommations optimales. Les effets de la déréglementation financière sur l'épargne des ménages sont décrits dans le cadre d'un modèle de cycle de vie intergénérationnel (Bayoumi 1993) ou les consommateurs sont supposés lisser leur trajectoire de consommation pour un nombre fixe de périodes⁴.

Avant la libéralisation financière, ces consommateurs ont un accès limité au crédit : ils ne peuvent pas financer leur niveau désiré de consommation. La libéralisation financière élimine cette contrainte, permet aux jeunes d'emprunter et d'optimiser leur consommation durant leur vie. Il s'ensuit, à court terme, une augmentation de la consommation globale qui regagne progressivement son niveau de départ. A long terme, lorsque les jeunes consommateurs ne sont plus contraints, ils lisent leur

³ Bandiera O., Capio G., Honohan P. & Schiantarelli F. (2000) : « Does Financial Reform - Raise or Reduce Savings? » *Review of Economics and Statistics* 82(2), 239-263.

⁴ Mavrotas, G. and R. Kelly. 2001a. 'Old Wine in New Bottles: Testing Causality Between Savings and Growth'. *The Manchester School* 69: 97-105.

consommation et l'épargne globale devient plus sensible à la richesse, la démographie, au taux d'intérêt et au revenu réel

Mais la plupart des modèles examinant cette question ne renseignent pas de manière définitive sur le sens de la causalité entre les différentes variables en raison notamment de la complexité du processus de la réforme.

Les recherches consacrées au canal taux d'intérêt ne permettent pas de voir plus clairement l'impact de la libéralisation financière sur le comportement d'épargne à cause de la compensation entre les effets de substitution et de revenu qu'ils engendrent. du choix des taux d'intérêt correspondant aux dépôts bancaires (Hanohan 1999) et aux considérations associées aux objectifs de la politique monétaire.

Dans un environnement de libéralisation financière, la levée de la contrainte de financement permet au bout du compte de corrélérer la consommation et l'évolution du taux d'intérêt (Japelli et Pagano, 1994) faisant ainsi de l'amélioration de l'accès des ménages au crédit l'élément qui affecte le plus l'épargne privée

1.2. Synthèse des principaux travaux empiriques

Si les évaluations empiriques⁵ notamment celles présentées par Fry (1995), Hussain (1996), Jbili et al. (1997), Dayal-Gulati et Thimann (1997), Demetriades et Luintel (1997), Bandiera et al. (2000), et Balamoune and Chowdhury (2003) établissent un impact positif de la libéralisation financière et des réformes sur l'épargne, d'autres études Chowdhury (2001) Chapple (1991) Uygur (1993) attestent que les réformes financières améliorent l'accès des ménages au crédit et de ce fait diminuent l'épargne privée. En somme il n'existe aucun consensus clair sur la question. C'est ce qui ressort également des études de corrélation entre l'épargne nationale et le taux d'intérêt réel (Fry 1978), Cheng (1980) Demetriades (1997) Modigliani (1986) Dornbusch and Reynoso (1989) Bencivenga and Smith (1991) Akinboade (2000).

⁵ Mina Balamoune-Lutz (September 2006) Financial Reform and the Mobilization of Domestic Savings: The Experience of Morocco Research Paper No. 2006/100 UNU-WEDER

2. Le processus de transformation du système financier au Maroc depuis la fin des années 80

Cette section passe en revue le processus de transformation du système financier au Maroc depuis la fin des années 80. Alors qu'il était essentiellement administré et réprimé à travers le contrôle des taux d'intérêt, l'allocation sectorielle des crédits et une régulation directe de la quantité de monnaie, il s'aligne à partir de la moitié des années 90 sur le modèle standard par une refonte quasi globale de son cadre institutionnel et réglementaire.

2.1. Les principaux axes des réformes bancaires et financières

Les années quatre vingt dix ont connu dans le cadre de la refonte du cadre législatif de l'activité des établissements de crédit de 1993 et des textes attenants, le désencadrement du crédit, l'élimination progressive des emplois obligatoires, la libéralisation graduelle des taux d'intérêt culminant en 1996 par la libéralisation des taux d'intérêts débiteurs et, la même année, le lancement d'un marché des changes.

Ainsi pour stimuler l'épargne et créer des conditions de financement favorables, les autorités monétaires ont entamé depuis le milieu des années 80, par phases successives la libéralisation des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

De 1985 à 1990, les taux créditeurs ont été fixés à des minima et ceux débiteurs à des maxima. Et dans le contexte de l'encadrement des crédits, la banque centrale a fixé des taux de progression de crédits modulés en fonction des efforts déployés par les banques en matière de financement des secteurs jugés prioritaires et d'incitation à l'épargne. En même temps, les autorités monétaires ont mis en place le marché des TCN. Après avoir été le principal instrument d'action de la politique monétaire, l'encadrement du crédit a été supprimé en 1991

Au début de la décennie 90 les autorités monétaires ont approfondi la déréglementation des taux en déclarant en 1992 la libéralisation totale des

taux d'intérêt créditeurs⁶ et la libéralisation de la rémunération des dépôts et bons de caisse à 3, 6 et 12 mois. Durant cette seconde phase, la libéralisation des taux débiteurs a concerné d'abord les crédits à CT et à ceux MLT sans toucher aux taux préférentiels des concours à l'exportation et les CMTR. Ensuite (troisième phase) un système de détermination d'un taux de référence a été mis en place aboutissant en 1996 à la suppression des plafonds réglementés et donc à la libéralisation intégrale des taux d'intérêts débiteurs.

C'est dans ce contexte de déréglementation que les autorités marocaines ont pu progressivement démanteler les emplois obligatoires qui sont revenus de 53% à 3% des exigibilités bancaires⁷.

⁶ A l'exception des taux servis sur les comptes sur carnets qui demeurent toujours réglementés.

⁷ El M'Kaddem A., « Les incidences de la libéralisation financière sur le rôle des agrégats et de la politique monétaire », Critique économique n°7, Hiver-printemps 2002, p. 107.

Evolution des principaux emplois obligatoires à partir de 1990.

<i>Emplois obligatoires</i>	<i>Date de leur réduction</i>	<i>Taux retenus</i>	<i>Date de leur suppression</i>
Plancher d'effets publics (fixé à 35 % avant 1991)	Janvier 1991	33,5 %	
	Juillet 1991	32 %	
	Juin 1993	25 %	
	Mai 1995	20 %	
	Septembre 1996	10 %	
	Décembre 1997	5 %	Juin 1998
Portefeuille des bons C.N.C.A. (fixé à 3,5 % avant 1991)	Juillet 1991	3 %	
	Décembre 1991	2 %	
Portefeuille minimum C.M.L.T.R.* (fixé à 5,5 % avant 1991)	Juillet 1991	5 %	
	Juillet 1992	2,5 %	Mars 1994
Coefficient d'emploi en crédits immobiliers (fixé à 6 % avant 1991)	Juillet 1991	5 %	
	Juillet 1992	3,75 %	
	Janvier 1993	2,5 %	Mars 1994

(*) : Portefeuille minimum d'effets représentatifs de crédits à moyen et long terme réescomptables.

Source : Nawfel El Majdoub(décembre 2005) « Le contrôle des établissements de credit effectué par Bank Al-Maghrib » Page 13 Mémoire pour l'obtention du Diplôme d'Etudes Supérieures Approfondies Centre Monnaie -Finance -Banque U.F.R. Monnaie – Finance

Par la suite, la libéralisation de l'activité bancaire et son corollaire la multiplicité des opérations et des contreparties engendra l'accroissement et

l'apparition de nouveaux risques que la banque centrale a su globalement contenir par le renforcement de ses attributions en matière de surveillance du système bancaire, l'élargissement de son pouvoir de contrôle envers les banques en l'étendant aux sociétés de financement (loi bancaire de 1993) et l'introduction du contrôle interne en 2001.

Cette lourde tâche de supervision bancaire qui s'inscrit, dans la droite ligne des normes édictées en la matière par le Comité de Bâle incombe exclusivement, depuis la promulgation de la nouvelle loi bancaire en 2006, à BKAM devenu autonome en matière de conduite de la politique monétaire.

2.2. La modernisation du marché de capitaux

Pour ce qui concerne le marché interbancaire, la banque centrale s'est dotée d'un dispositif d'intervention sur ce marché à travers lequel elle ne fournira que la quantité de monnaie jugée nécessaire pour une bonne conduite de la politique monétaire. Il s'agit d'un ensemble de procédures de refinancement qui lui permet de fixer aussi bien le volume que le coût de liquidité à mettre à la disposition des banques de second rang complété, en cas de nécessité, par le jeu de la réserve obligatoire.

Dans la même logique, le trésor à l'instar des pays lourdement endettés a abandonné progressivement, les financements de type monétaire à taux administré, ses privilèges par rapport aux autres emprunteurs tels que le plancher d'effets publics, l'exonération fiscale sur les intérêts perçus par les personnes physiques ou le recours aux avances conventionnelles⁸ et les multiples autres instruments dont le Trésor disposait tels que les emprunts nationaux ou les bons d'équipement au profit des moyens de financement offerts au niveau des marchés. Le trésor se présente désormais sur les marchés financiers sans privilège particulier, lève des fonds au prix du marché et émet les titres publics sur les marchés primaires pouvant faire

⁸ Depuis le début des années 1990, une seule avance conventionnelle a été consentie au Trésor par BAM en 1996

l'objet de traitement, à tout moment et pour des montants importants, sur le marché secondaire des bons du trésor

Le marché adjudicataire des bons du trésor est devenu véritablement fonctionnel à partir de 1996, a pris rapidement de l'importance pour devenir la principale composante de la dette intérieure (98% en 2007)⁹.

La modernisation du marché financier en 1993 s'est concrétisée par la création tant des nouveaux instruments financiers que des nouveaux organes. Son infrastructure et ses règles de fonctionnement ont été réaménagées en 2004 par la promulgation de lois concernant les offres publiques, les opérations de pension ou la modernisation des lois relatives au marché boursier qui revoient les conditions d'introduction sur le marché boursier, renforcent le pouvoir du CDVM¹⁰ et l'infrastructure technique des marchés en matière de sécurisation et de suivi des transactions .

Toutes ces réformes visent au bout du compte l'amélioration de l'efficacité du système financier dans la mobilisation de l'épargne.

3. Les effets de la libéralisation financière sur le niveau de l'épargne au Maroc.

Cette section est organisée en deux moments : le premier examine les principaux canaux qui permettent en principe à la libéralisation financière de produire ses effets sur l'épargne. Il s'agit notamment des éléments susceptibles de renforcer l'accès au système financier et plus particulièrement l'accès des ménages au crédit. Le second présente la vérification empirique des retombées de la libéralisation sur le niveau de l'épargne.

⁹ DTFE(2007) : Rapport sur la dette publique intérieure

¹⁰ Conseil déontologique des valeurs mobilières

3.1 Les principaux canaux d'influence de la libéralisation financière sur l'épargne.

Parallèlement à l'élargissement de la gamme des opportunités de placement, les épargnants accèdent de plus en plus facilement au système financier grâce notamment à l'institution par la loi bancaire de 1993 du droit au compte, aux différents aménagements de la loi bancaire de 2006 qui consacrent ce droit et à la plus grande accessibilité au crédit bancaire.

Ainsi, le secteur bancaire a renforcé sa capacité de mobiliser les ressources nationales grâce au développement de son fonds de commerce lié à des segments de la population jusqu'à la non bancarisés, à la diversification de son portefeuille titres et à l'augmentation de ses investissements dans de nouveaux créneaux du secteur financier en pleine mutation.

Cependant, même si la structure du passif des établissements de crédit n'a pas subi de changement, les quantités drainées enregistrent une croissance régulière soit une moyenne annuelle de 11%, de 2002 à 2006¹¹. Elles concernent surtout les dépôts collectés auprès de la clientèle qui atteignent en 2006 81% du total des ressources contre 5,6% pour les dettes envers les établissements de crédit et assimilés et 2% pour les titres de créance émis.

Dans un contexte où les prix des actifs immobiliers et financiers se sont amplifiés, les ressources émanant de la clientèle demeurent caractérisées par la prédominance des dépôts non rémunérés.

Alors que sur le total des ressources collectées, la part des dépôts non rémunérés, s'est élargie de 7 points, à 57,6%, entre 2000 et 2006, celle des dépôts à terme a progressivement cédé la place aux comptes chèques qui ont augmenté de 156% contre seulement 50% pour les dépôts à terme grâce notamment à l'accroissement de l'ouverture des comptes par les MRE et à une bancarisation croissante de la population¹².

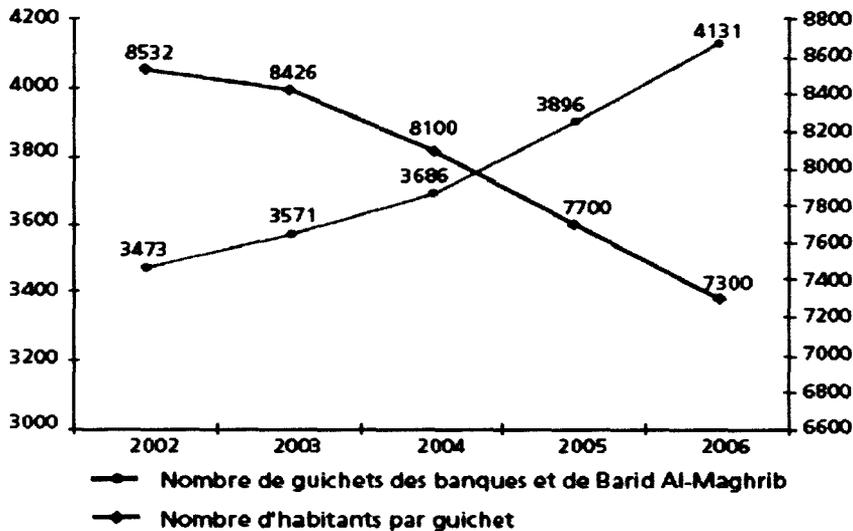
¹¹ (DSB) : Direction de la supervision bancaire (JUN 2007)

¹² (DSB) : Direction de la supervision bancaire (JUN t 2007)

Le nombre des guichets a augmenté durant ces dernières années. Au terme de l'année 2006 il a atteint, 2447 guichets, contre 2 223 en 2005 et 2033 et 2004.

Compte tenu du réseau de Barid Al-Maghrib, la densité bancaire s'est améliorée à 7300 habitants par guichet contre 7700 en 2005, 8100 en 2004 et 8700 en 2000 amenant ainsi le taux de bancarisation à 37% au lieu de 34% en 2005 .

Evolution des indicateurs de bancarisation



Source : (DSB) : Direction de la supervision bancaire (JUN t 2007) p 62

Sur le plan national, l'implantation bancaire montre une concentration des guichets dans les régions enregistrant une activité économique notable ou une présence importante de la communauté des Marocains Résidant à l'Etranger (MRE).

Malgré l'évolution du nombre des guichets bancaires, le taux de bancarisation au Maroc non compris le réseau de BAM ne dépasse guère 25%.

L'amélioration de l'environnement macroéconomique et les mutations intervenues dans le secteur financier notamment par la suppression de l'encadrement de crédit en 1991, l'allégement progressif des emplois obligatoires, la disparition de situations de rentes l'émergence de grands groupes financiers, la consolidation du secteur bancaire et la politique des pouvoirs publics d'aide à l'acquisition de logement ont été à l'origine de l'amélioration de l'accès des ménages au crédit (crédit à la consommation et, surtout, les prêts immobiliers)¹³.

Cet endettement essentiellement bancaire¹⁴, s'est accru en moyenne durant la période 2000-2005 de 11,5% soit 33,4% du total des crédits à fin 2005 contre une hausse annuelle moyenne de près de 7% pour l'ensemble des crédits et 26,8% du volume global distribué à fin 2000.

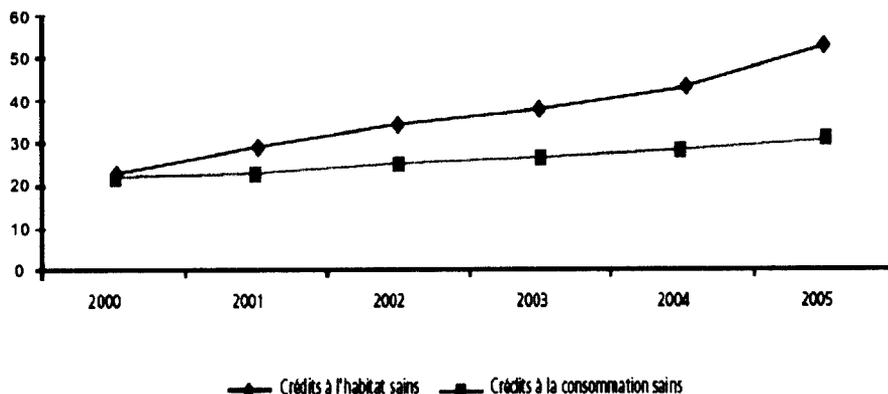
La progression de l'endettement des ménages a concerné surtout les prêts immobiliers et à moindre degré le crédit à la consommation qui ne constitue plus en 2005 que 34% de l'endettement des ménages au lieu de 45% en 2000 soit 12% du total des concours à l'économie¹⁵.

¹³ Progressant à un rythme annuel deux fois plus rapide que celui du Revenu disponible Brut

¹⁴ 76% au financement des ménages et les sociétés de financement pour le reste, sous forme essentiellement de crédit à la consommation.

¹⁵ La faiblesse relative du niveau de diffusion du crédit à la consommation au Maroc tient notamment au niveau du taux de chômage, à la faiblesse des revenus ainsi qu'à l'âge de mariage qui est en moyenne de 31,2 ans pour les hommes et 26,3 pour les femmes..

Evolution des crédits sains accordés aux ménages (en milliards de Dhs)



(DSB) : Direction de la supervision bancaire (juillet 2006)

L'amélioration de l'accès des ménages au crédit à l'habitat à travers l'institution de plusieurs fonds de garantie¹⁶ et l'offre des conditions avantageuses en termes de taux d'intérêt, de quotité et de durée¹⁷ expliquent largement l'expansion des crédits à l'habitat qui représentent en 2005 environ 60% de l'endettement total des ménages et 22,8% du total des concours sains à l'économie à fin 2005, contre 15,2% à fin 2000.

Les autres compartiments de marché (marché monétaire, marché financier et marché de changes...) où sont traités une variété de produits financiers (bons du Trésor, titres de créance négociables, actions, obligations...) à travers les sociétés de bourse, les sociétés de gestion, mettent à la disposition des épargnants une gamme de produits assez diversifiée

¹⁶ Cf Annexes Fonds de garantie

¹⁷ La maturité de ces crédits a été allongée pour atteindre une durée moyenne de 14,6 ans à fin 2005, les taux d'intérêt ont subi une baisse par rapport à ceux enregistrés il y a quelques années suivant la tendance baissière imprimée au niveau général des taux d'intérêt par la politique monétaire menée par Bank Al Maghrib.

C'est ainsi que la réforme du marché adjudicataire des bons du trésor en 1995 a autorisé les personnes physiques, morales, résidentes et non résidentes d'accéder à ce marché en leur offrant trois catégories de titres standardisés :

- Des bons à court terme d'une durée de 13, 26 et 52 semaines (depuis 2003 le très court terme (BDT de 7 à 30 jours).);
- Des bons à moyen terme d'une maturité de 2 et 5 ans, remboursables in fine ;
- Des bons à long terme, également remboursables in fine, d'une durée de 10, 15, 20 et, depuis 2006, 30 ans

Les bons émis dans le cadre des adjudications doivent avoir un montant unitaire, fixé par voie réglementaire. Ce montant a été progressivement abaissé de 500.000 dirhams en février 1996, à 250.000 dirhams en août 1996 et à 100.000 dirhams en 2001, et ce, afin de faciliter l'accès à ce marché .

Depuis 1997, la dette publique marocaine s'appuie largement sur la technique d'assimilation¹⁸ et repose sur un groupe d'opérateurs spécialisés dans les transactions sur les valeurs du Trésor appelé « les intermédiaires en valeurs de Trésor (I.V.T).

L'introduction de cette technique a permis de réduire le nombre de lignes existant sur le marché. En effet, elles sont passées de près de 321 lignes en 2000 à 250 lignes en 2004. Le but étant de faciliter la gestion de la dette publique et de favoriser l'émergence d'un marché secondaire par la

¹⁸ Les émissions par assimilation donnent lieu à règlement, par les adjudicataires, des intérêts courus entre la date de jouissance et la date de règlement. Les soumissionnaires présentent des offres en prix, exprimé en pourcentage du nominal, déterminé en fonction du taux de rendement escompté par les investisseurs pour la période restant à courir. Il est possible d'assimiler à un emprunt, des émissions ultérieures présentant les mêmes caractéristiques (même date d'émission, même date de jouissance, même date d'échéance, même taux). Les émissions consécutives ont donc la même échéance et portent intérêt au même taux que la tranche d'emprunts à laquelle elles sont rattachées. L'assimilation d'emprunts présente deux avantages : réduire les frais de gestion et surtout augmenter la liquidité et donc la négociabilité de ces emprunts sur le marché secondaire.

constitution de gisement de titres ayant les mêmes caractéristiques et. L'élargissement d'une année à l'autre du plafond des gisements des titres ¹⁹.

Dans le même ordre d'idées et pour améliorer le profil de l'échéancier de la dette à travers une répartition plus ou moins uniforme des tombées mensuelles de la dette publique, le Trésor a pu instaurer en 2004 des lignes assimilées sur des lignes futures ²⁰ (émissions atypiques) ²¹.

L'évolution de l'encours de la dette émise par adjudication a permis le développement des transactions sur le marché secondaire des bons du Trésor. Ce dernier a été créé en 1996 dans le but d'accroître l'attrait des émissions sur le marché primaire des adjudications, de réduire le taux d'endettement public et du déficit budgétaire, d'augmenter le nombre de détenteurs de la dette, d'améliorer les techniques de régulation monétaire par le recours à l'Open-Market et d'assurer une meilleure transmission de la politique monétaire,

De même la réforme du marché monétaire en 1996 a permis a de nouveaux émetteurs de se financer à court et moyen terme sur ce marché à travers le compartiment des TCN mais celui-ci souffre du faible recours aux billets de trésorerie de la part des entreprises marocaines (une dizaine d'émetteurs tels l'ONA, l'ONE...).

¹⁹ Dans la perspective de la formation d'une courbe des taux au niveau du marché secondaire et de la création, à moyen terme, d'un benchmark autour des maturités les plus liquides, le trésor a décidé en 2004 d'augmenter le plafond des gisements à 2,5 milliards DH pour les lignes à court terme et à 3,5 milliards DH pour les lignes à moyen et long termes.

²⁰ Emissions atypiques Ou (lignes assimilées sur des lignes futures) désigne les émissions dont la première période de coupon est irrégulière. Pour les émissions de plus d'un an, le premier coupon a une période supérieure aux autres coupons dont la période correspond à une année.

²¹ En 2004 : 7 lignes dont 4 lignes à 5 ans, et 3 lignes à 52 semaines. En 2005 : 6 lignes dont deux à 52 semaines, deux à 2 ans et deux à 5 ans

3.2 Essai d'investigation empirique

Dans la revue des principaux axes et canaux de transmission de la libéralisation financière, nous avons eu l'occasion de mettre en exergue l'importance des variables susceptibles d'influencer le niveau de l'épargne. Cependant d'autres variables non moins importantes (l'amélioration de la réglementation prudentielle des banques, la privatisation des banques publiques et l'accroissement de la concurrence sur le marché bancaire, le développement des marchés des titres financiers et la libéralisation des mouvements de capitaux) ont été écartées pour des raisons méthodologiques.

L'étude empirique couvre la période 1970-2007, et se limite donc à interroger cinq variables à savoir, les taux d'intérêt réels, l'accès des ménages au crédit et l'indice de libéralisation financière²², le revenu et l'inflation étant introduits comme déterminants de l'épargne nationale.

La première variable identifiée concerne le taux d'intérêt réel(X_1). Théoriquement, la hausse du taux d'intérêt en terme réel qui découle de la libéralisation financière encourage, dans le cas où l'effet substitution est supérieur à l'effet revenu, l'épargne.

Cette étude utilise pour la période 1970 à 1992 le taux des bons du trésor à six mois et le taux des bons du trésor à 26 semaines émis par adjudication pour la période 1993- 2007²³.

L'accès des ménages au crédit (X_2) est approché par l'examen du ratio rapportant la variation de l'encours des crédits accordé aux ménages à leur revenu. Les ménages réprimés financièrement peuvent désormais grâce à la libéralisation financière accéder aux crédits à la consommation auprès des banques désireuses de conforter leur part de marché.

Les mesures de libéralisation financière(X_3) peuvent être regroupées dans un indice synthétique à l'instar des travaux de Bandiera (2000) de Boumghar Y. et de- Djelassi M. et Zmami M²⁴.

²² Indice synthétique de l'éventail des réformes de libéralisation financière construit à l'aide de la technique de l'analyse en composantes principales.

²³ Le taux pris en considération est le taux moyen pondéré Le taux d'intérêt réel choisi correspond à la différence entre le taux nominal et le taux d'inflation

Le taux de croissance du PIB à prix constant (base 1980) est utilisé dans cette recherche pour approcher la croissance du revenu réel (X_4). Théoriquement son impact sur l'épargne est incertain car si à court terme les ménages anticipent la baisse de leur revenu, l'épargne de précaution augmente. Cependant une croissance permanente de leur revenu peut jouer dans le sens contraire.

L'inflation, estimée dans cette étude, à travers l'ICV (X_5) peut avoir une incidence positive sur l'épargne en raison notamment de sa propension à augmenter l'incertitude et donc à inciter les ménages à augmenter leur épargne de précaution.

Les trois premières variables concernent le processus de libéralisation financière. Les deux autres ont trait plutôt aux déterminants de l'épargne.

Après avoir testé la stationnarité des séries (tests de racine unitaire Dickey-Fuller Augmenté ou Phillips Perron), la deuxième étape a validé à travers les tests de cointégration (Engle-Granger ou Johansen l'hypothèse d'une cointégration entre le taux d'épargne nationale et ses variables explicatives. En effet, pour les cinq variables, on ne peut rejeter au seuil de 5%, qu'il existe au plus une relation de cointégration.

²⁴ Boumghar Y., « **Libéralisation financière et épargne des ménages : quel(s) liens(s) ?** », 11èmes rencontres euro-méditerranéennes, Novembre 2007.
- Djelassi M. et Zmami M., « **La libéralisation financière peut-elle augmenter ou réduire l'épargne ? Une analyse de l'expérience tunisienne** », Université de Jendouba, 2004.

Variables	Type du modèle	Nombre de retards	t-Statistique	Seuil de 5%	Conclusion
TEN	N	0	-6.874139	-1.954414	I(1)
LPIB	C	0	-11.14071	-2.981038	I(1)
AMC	N	0	-6.671984	-1.955020	I(1)
TINF	C&T	0	-3.768200	-3.587527	I(0)
TINR	N	0	-7.786414	-1.954414	I(1)
Indice LF	N	0	-2.010364	-1.954414	I(1)

SCHWARZ	AKAIKE	Retard
12.3808	10.3485	1
13.6585	9.85569	2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.831102	101.3047	95.75366	0.0196
At most 1	0.585133	56.84322	69.81889	0.3449
At most 2	0.508483	34.84827	47.85613	0.4560
At most 3	0.330863	17.09179	29.79707	0.6333
At most 4	0.243491	7.047634	15.49471	0.5721
At most 5	0.002860	0.071598	3.841466	0.7890

Les conclusions de cette vérification empirique diffèrent de ceux obtenus dans une étude précédente²⁵ notamment pour ce qui est de l'influence du taux d'inflation sur les variations du taux de l'épargne nationale et de l'impact de l'accès des ménages au crédit sur les variations du taux d'épargne financière. Dans la dite étude, la réestimation des équations par la méthode de sélection des variables aboutit à la conclusion selon laquelle seul le taux d'inflation permet d'expliquer de manière significative les variations du taux d'épargne nationale et que excepté la variable accès des ménages au crédit, les autres variables n'influencent pas les variations du taux d'épargne financière.

La présente vérification empirique aboutit à la conclusion selon laquelle il n'existe pas de relation de court terme entre les variables exogènes et la variable endogène : les cinq variables n'interviennent pas dans l'explication de l'évolution de l'épargne nationale au Maroc.

²⁵ Mme Afifa HAKAM et M. Saïd TOUNSI « Libéralisation financière et épargne au Maroc. » 11^{èmes} rencontres euro-méditerranéennes : "Le financement des économies des pays riverains de la Méditerranée". Nice, 15-16 novembre 2007.

Error Correction:	D(TEN)
CointEq1	-0.726632 (0.34178) [-2.12600]
D(TEN(-1))	-0.023004 (0.23825) [-0.09655]
D(TINF(-1))	0.979753 (0.64601) [1.51663]
D(TINR(-1))	0.897735 (0.54789) [1.63854]
D(LPIB(-1))	-1.067212 (7.93428) [-0.13451]
D(IND9396(-1))	-0.380378 (1.32407) [-0.28728]
D(AMC(-1))	0.174947 (0.38831) [0.45053]
C	0.669818

En revanche, la dynamique à long terme confirme les soubassements théoriques de la thématique y compris l'idée de l'influence négative de la libéralisation financière sur le TEN :

- Le taux d'inflation a un impact négatif sur le TEN.
- Le taux d'intérêt réel affecte, de manière négative et significative le TEN \diamond effet revenu dominant
- la croissance impacte positivement le TEN
- L'indice de LF influe négativement le TEN

TEN(-1)	1.000000
TINF(-1)	0.860947 (0.15596) [5.52032]
TINR(-1)	0.257118 (0.10133) [2.53740]
LPIB(-1)	-12.03350 (1.48128) [-8.12373]
IND9396(-1)	2.784119 (0.30532) [9.11855]
AMC(-1)	-0.435492 (0.26914) [-1.61807]
C	114.9569

Il va sans dire que si durant la première période de l'étude l'environnement économique et financier a produit des effets négatifs sur l'épargne nationale, la seconde phase s'est caractérisée par une maîtrise de l'inflation qui a pu influencer le rendement réel de l'épargne ; mais cet effet s'est progressivement estompé surtout ces dernières années en raison notamment de l'amélioration des mécanismes de transmission de la politique monétaire. De même la forte croissance du volume des crédits notamment celui distribué aux ménages par les établissements de crédit est un phénomène très récent et ne peut pas expliquer sur la période son rejaillissement négatif sur l'épargne.

4. Les effets de la libéralisation financière sur la structure de l'épargne financière

En première analyse, l'impact de la libéralisation financière sur la structure de l'épargne financière apparaît très modeste et ce malgré les réformes du marché financier, l'arrivée de nouveaux émetteurs sur le

marché monétaire et l'offre de nouveaux produits financiers susceptibles d'allonger l'échéance de placement.

Ainsi qu'on peut le voir du tableau ci après l'épargne financière est en majorité détenue par le système bancaire (63% en 2005).

Répartition des placements des agents non financiers par nature d'émetteur(en milliards de Dh et en %)

Nature d'émetteur	1993	1995	1997	1999	2001	2003	2005
banques	111,6 (60,9%)	143,1 (60,4%)	168,1 (60%)	198,2 (58,2%)	247,19 (62%)	290,8 (62,3%)	361,94 (63%)
Sociétés de financement	0 (0%)	0 (0%)	0,2 (0,2%)	0,1 (0,1%)	0,26 (0,065%)	0,07 (0,015%)	0,07 (0,012%)
Circuit du trésor et de la poste	25,7 (13,4%)	33,9 (14,3%)	32,7 (11,6%)	28,7 (8,4%)	28,9 (7,25%)	23,76 (5,1%)	22,9 (4%)
CDG et services gérés*	11,5 (6%)	14 (5,9%)	16,3 (5,8%)	23 (6,7%)	27,6 (6,9%)	35,7 (7,6%)	50,07 (8,7%)
OAP**	37,9 (19,7%)	46 (19,4%)	57,5 (20,5%)	66,5 (19,5%)	75,16 (18,9%)	87,94 (18,8%)	103 (17,94%)
Dont :							
Compagnies d'assurances	23,4 (12,2%)	27,5 (11,6%)	34,9 (12,4%)	41,3 (12,1%)	47,3 (11,9%)	56,1 (12%)	64,43 (11,2%)
CNSS	8,5 (4,4%)	10,3 (4,3%)	12,8 (4,6%)	13,3 (3,9%)	14 (3,5%)	15,1 (3,2%)	16,7 (2,9%)
OPCVM			5,8 (2%)	24,1 (7,1%)	19,04 (4,8%)	28,17 (6%)	35,5 (6,18%)
Total des intermédiaires financiers	191,9 (100%)	237 (100%)	280,4 (100%)	340,4 (100%)	398,15 (100%)	467 (100%)	574,1 (100%)

*caisse de dépôt et de gestion régime collectif d'allocation des retraites(RCAR) et
caisse nationale de retraite et d'assurance(CNRA)

**OAP : Organismes d'assurance et de prévoyance

Source : Zhani Ahmed (juillet 2007) « la réglementation des placements est-elle contraignante pour les entreprises d'assurance marocaines ? Mémoire pour l'obtention du Diplôme d'Etudes Supérieures Approfondies Centre Monnaie – Finance -Banque U.F.R. Monnaie – Finance

Le circuit des organismes d'assurance et de prévoyance occupe la seconde place soit en moyenne 19% de l'épargne globale et Plus précisément 12% pour le secteur des assurances

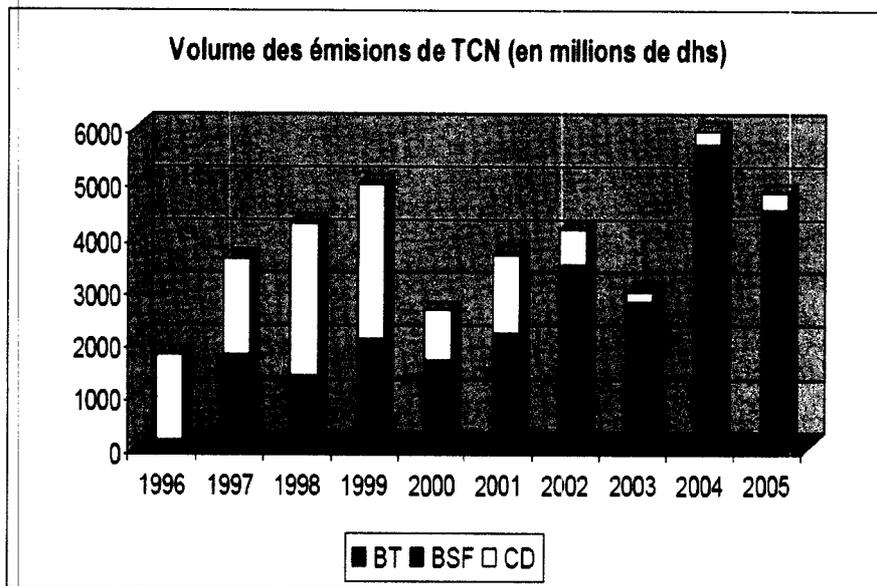
Alors que les flux des autres institutionnels (assurance et organisme de prévoyance) sont quasi stables sur la période analysée, les OPCVM en détenant en 2005 6,18 % des placements des agents non financiers contre 2% en 1997 s'érigent en un sérieux concurrent du système bancaire.

Contrairement aux deux premiers émetteurs, le circuit du trésor ainsi que les sociétés de financement ne drainent qu'une faible partie de l'épargne. La faible implication du premier émetteur s'impute à la dynamisation du marché de l'adjudication des bons du trésor et à la baisse des autres circuits composés des emprunts nationaux des emprunts conventionnels et des bons à six mois²⁶.

C'est un marché marqué par la faible présence des agents non financiers qui investissent indirectement à travers les OPCVM.

La faiblesse des flux drainés par les sociétés de financement apparaît à la lecture des données concernant le marché des billets de trésorerie. Celui-ci est très peu développé : de 1999 à 2005, 19 émissions ont eu lieu seulement avec des volumes parfois très faibles .C'est un marché marqué par la faible présence des agents non financiers (une dizaine d'émetteurs tels l'ONA, l'ONE...). Ces derniers investissent indirectement sur ce marché et celui des BSF à travers les OPCVM.

²⁶ La baisse de la rémunération des bons à six mois diminue l'attrait de ces bons.



Source : Rapports de BKAM

En matière de collecte des ressources, ce sont les OPCVM obligations qui concurrencent les placements à vue et à court terme. Plus précisément l'arbitrage se fait entre les DAT auprès du système bancaire et les placements auprès des OPCVM obligataires.

Le choix entre les deux s'effectue en fonction des anticipations concernant l'évolution des taux d'intérêt monétaires

L'épargne placée à moyen et long terme au lieu de se consolider connaît plutôt une tendance à la baisse depuis 1993. Sa part dans l'épargne financière est revenue de 41% en 1993 à 26% en 2005. Seule l'épargne institutionnelle évolue de manière significative sur cette période.

En effet, la part la plus importante des flux d'épargne institutionnelle est collectée par les compagnies d'assurance. Ces dernières ont drainé en moyenne sur la période 1993 2005, plus de 42% des flux

d'épargne institutionnelle, suivie par les organismes de retraite, dont les fonds sont gérés par la CDG, avec près de 35%.

Considérés comme un véritable acte d'épargne, les flux collectés par les assurances, au titre des activités d'assurance vie et capitalisation ne représentent en 2004 que 5.4% du total des catégories d'assurance pratiquées au Maroc contre 6.7% en 2001.

Répartition des catégories d'assurances pratiquées au Maroc

Catégorie d'assurance <i>(en millions de DH)</i>	2001	% au total	2002	2003	2004	% au total	% augmentation
Assurance automobile	3,905	30.5%	4,027	4,072	4,437	31.3%	13.6%
Accidents et maladie	2,052	16.0%	2,247	2,856	2,792	19.7%	36.1%
Vie groupe	2,014	15.7%	2,188	1,645	1,114	7.8%	-44.7%
Vie individuelle	235	1.8%	688	759	999	7.0%	324.9%
Vie avec capitalisation	851	6.7%	1,114	1,051	762	5.4%	-10.4%
Incendie	558	4.4%	590	629	628	4.4%	12.5%
Transports	570	4.5%	565	586	582	4.1%	2.1%
Assistance	235	1.8%	261	296	336	2.4%	43.0%
Autres catégories	370	2.9%	402	437	542	3.8%	46.5%
TOTAL	12,791	100%	14,084	14,334	14,197	100%	11.0%

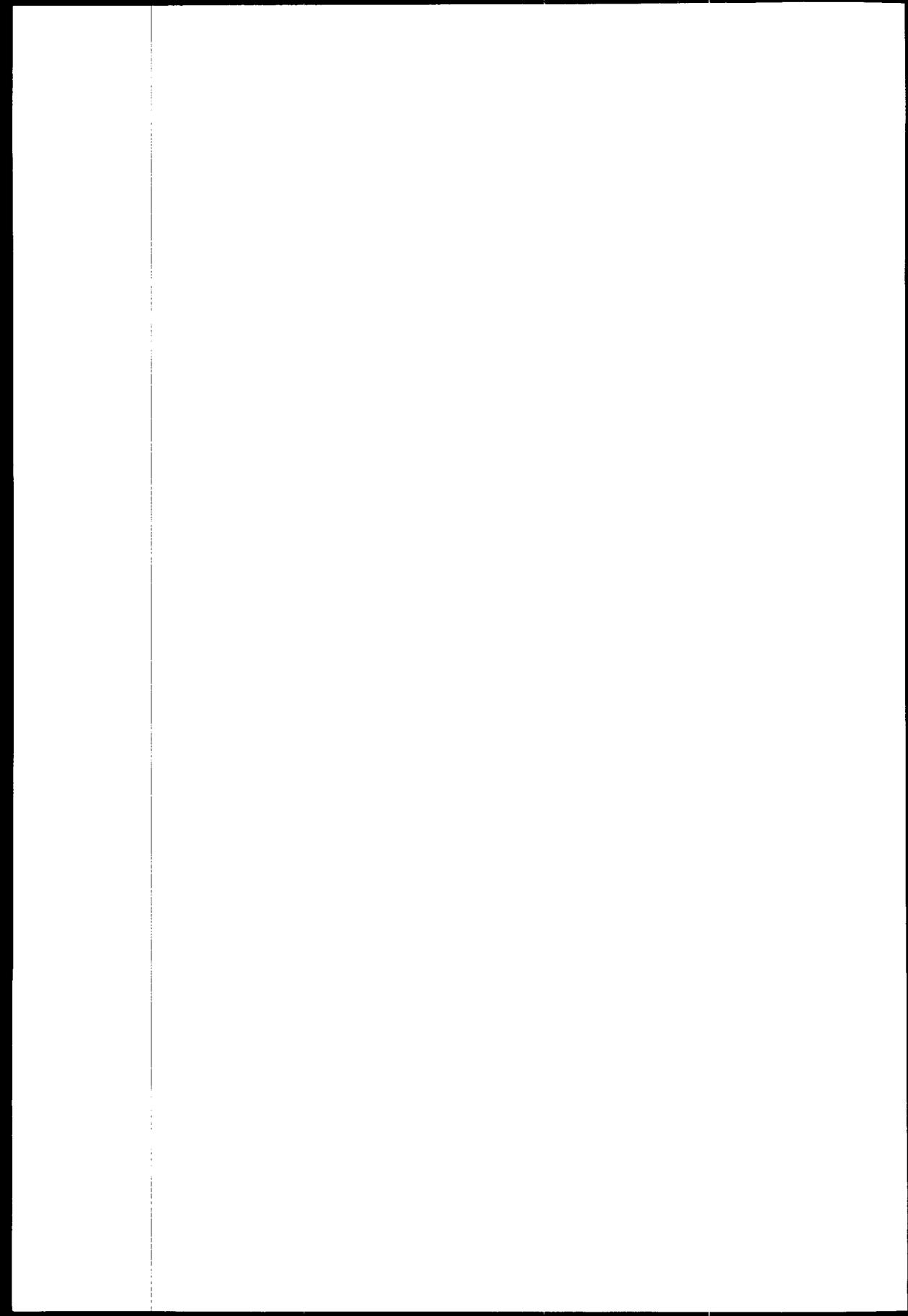
Source : Rapports de la Direction des Assurances et de la Prévoyance Sociale

Au final, la confrontation des résultats de la présente étude représentée par un mécanisme à correction d'erreurs avec ceux menés à l'aide d'une régression pas à pas confirment l'idée de l'absence d'un consensus théorique et empirique sur la question.

REFERENCES

- Mina Balamoune-Lutz (September 2006) Financial Reform and the Mobilization of Domestic Savings: The Experience of Morocco Research Paper No. 2006/100 UNU-WEDER
- Balamoune, M. N. and Chowdhury A. R. (2003) 'The long-run behavior and short-run dynamics of private savings in Morocco', *Savings and Development*, 27(2):135-60. UNU -WEDER
- Bandiera, O., Caprio, G., Honohan, P., and Schiantarelli, F (2000) 'Does financial reform raise or reduce private savings?', *Review of Economics and Statistics*, 82(2): 239-63.
- Bayoumi, T. 1993. 'Financial Saving and Household Saving'. The Economic Journal 103, November.
- Chapple, S. (1991) 'Financial liberalization in New Zealand, 1984-90', United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers 35, Geneva: UNCTAD.
- Chowdhury A. (2001) 'The impact of financial reform on private savings in Bangladesh', World Institute for Development Economics Research, Discussion Paper 2001/78, Helsinki: UNU-WIDER.
- Dayal-Gulati, A. and Thimann, C. (1997) 'Saving in Southeast Asia and Latin America compared: searching for policy lessons', IMF Working Paper WP/97/110, Washington DC: IMF.
- Demetriades, P. and Luintel, K. (1997) 'The direct cost of financial repression: evidence from India', *The Review of Economics and Statistics*, 79(2): 311-20.
- El Majdoub Nawfel (Décembre 2005) « Le contrôle des établissements de crédit effectué par Bank Al-Maghrib » Mémoire pour l'obtention du Diplôme d'Etudes Supérieures Approfondies U.F.R. Monnaie – Finance
- FEMIP(MAI 2007): Étude sur la promotion de l'épargne privée à long terme au Maroc

- Fry, M. (1995). *Money, Interest and Banking in Economic Development*, 2nd edn, London: Johns Hopkins University Press.
- Hussain, N. (1996) 'Financial liberalization, currency substitution, and investment: the case of Egypt', African Development Bank Economic Research Papers 24, Addis Ababa: African Development Bank.
- Jbili, A., Enders, K. and Treichel, V. (1997) 'Financial sector reforms in Algeria, Morocco, and Tunisia: a preliminary assessment', International Monetary Fund Working Paper WP/97/81.
- Mavrotas, G. and R. Kelly. 2001a. 'Old Wine in New Bottles: Testing Causality Between Savings and Growth'. *The Manchester School* 69: 97–105.
- Takarroumt Saloua (Mars 2007): Impact de la libéralisation financière sur le niveau et la structure de l'épargne au Maroc» Mémoire pour l'obtention du Diplôme d'Etudes Supérieures Approfondies U.F.R. Monnaie – Finance
- Uygur, E. (1993) 'Liberalization and economic performance in Turkey', United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers 65, Geneva: UNCTAD.
- Zhani Ahmed (juillet 2007) « la réglementation des placements est-elle contraignante pour les entreprises d'assurance marocaines ? Mémoire pour l'obtention du Diplôme d'Etudes Supérieures Approfondies Centre Monnaie –Finance -Banque U.F.R. Monnaie – Finance



LES FONDS DE GARANTIE DES CREDITS AU MAROC : ORIGINE, MECANISMES ET UTILISATION *

Tarik DOUIRA **

Résumé

La garantie institutionnelle est un mécanisme facilitant l'accès des PME/PMI aux crédits. Les banques sont en théorie plus amenées à donner des crédits, dans la mesure où la garantie institutionnelle est de qualité et exerce une influence positive sur la solvabilité du débiteur, la division des risques et les fonds propres des banques. Cette forme de garantie, qui est d'exécution rapide et de coût faible pour les contribuables, est très développée dans le monde entier.

Cette activité au Maroc est très proche de celle de la France, principalement le cas de la Sofaris, mais sans être aussi bien structurée. Au Maroc, cette activité est remplie par la Caisse Centrale de Garantie (CCG) qui est un établissement public et par Dâr Ad-Damâne (DAD) qui est un établissement de crédit à participations publiques.

Les Fonds de Garantie tiennent leur origine des sociétés de cautionnement mutuel. Les Fonds ont adopté la notion de la surface financière couvrant les sinistres des sociétés de cautionnement, à savoir leur fonds de mutualisation.

* Cet article a été présenté dans les 11^{ème} rencontres Euro-méditerranéennes sur le financement des économies des pays riverains de la méditerranée, organisées par le CEMAFI les 15 et 16 novembre 2007.

** Doctorant: Centre Monnaie Finance Banque, Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohamed V Agdal, Rabat. douira_tarik@yahoo.fr.

Au Maroc, les FG ne sont pas assez sollicités. Pour l'Etat, créateur des FG, c'est un mécanisme peu coûteux par rapport aux autres instruments de politique économique grâce à son effet de levier. C'est ce dernier qui permet de calculer le niveau d'utilisation du mécanisme.

La sous-utilisation des FG au Maroc est due à plusieurs facteurs interdépendants touchant tous les intervenants, à savoir les banques, les entreprises, les institutions de garantie et l'Etat.

Introduction

Au Maroc la libéralisation financière a permis d'éliminer en grande partie les contraintes de financement. Cependant, les garanties exigées par les banques demeurent élevées et ont souvent peu de relation avec le montant des prêts. Cette situation est révélatrice d'un dysfonctionnement dans le marché du crédit caractérisé par des asymétries de l'information. Dans ce contexte, le recours à la garantie institutionnelle permettra une meilleure efficacité dans l'allocation des crédits et une baisse des contraintes financières. En effet, la garantie institutionnelle est un mécanisme facilitant l'accès des PME/PMI aux crédits, les banques sont plus amenées à octroyer des crédits en raison de la qualité et l'influence positive des FG sur la solvabilité du débiteur, la division des risques et les fonds propres des banques.

En effet, l'Etat a mis en place des Fonds sectoriels. La Caisse Centrale de Garantie (CCG) et les banques ont signé plusieurs conventions, dont une relative à la transformation d'un cofinancement avec les banques en une couverture de 85% de l'Etat sur les prêts octroyés par les banques. Aussi, il y a eu réorientation des subventions, sous forme de ristourne, pour l'aide au logement social, vers le mécanisme de garantie par des FG dédiés. Dâr Ad-Damâne (DAD), qui est un établissement de crédit, pour sa part, s'est enrichie de nouveaux FG et Fonds de cofinancement. Il y a également un FG Français, et une contre-garantie européenne PAIGAM.

Actuellement, la pratique de la garantie institutionnelle au Maroc est très faible avec un taux de pénétration de près de 7%. C'est un taux faible

par rapport à un benchmark international qui peut atteindre 99%, en l'occurrence au Japon. Les pratiques étrangères sont édifiantes, les cas japonais, anglais, américain et français sont relativement rodés. Quant à la pratique nationale, récente mais en expansion, elle concerne la CCG et DAD. En plus de la gestion de Fonds pour le compte de tiers, généralement par des dotations publiques ou étrangères, ces deux institutions offrent aussi des produits de garanties spécifiques adossés à leurs fonds propres.

Quant bien même les Fonds sont structurants pour tous les intervenants, ils demeurent très peu utilisés, surtout en relation avec le financement de l'entreprise. Ceci étant, ce travail a pour objectif, d'abord de passer en revue, à la lumière des expériences étrangères, les fondements, l'origine et les caractéristiques des FG. Ensuite, il s'intéressera à montrer la manière dont les FG structurent les banques et les entreprises. Enfin, et après détermination de la méthodologie d'appréciation du niveau d'utilisation par le jeu du levier, il cherchera à donner des éléments d'explication de cette situation.

1. EXPERIENCES ETRANGERES, FONDEMENTS, ORIGINE ET CARACTERISTIQUES DES FONDS DE GARANTIE

1.1 Les quelques expériences étrangères

1.1.1 Le Japon

La garantie des prêts aux PME a été érigée en priorité nationale, surtout pour celles tournées vers les exportations. Les autorités publiques ont créé entre 1937 et 1951, 52 compagnies de garantie éparpillées très efficacement dans tout le territoire national (47 préfectures et 5 grandes agglomérations). Le système est basé sur deux entités. D'abord, les compagnies de garantie de crédit (*Credit Guarantee Corporations- CGC*), qui sont des entités privées chargées de la garantie de crédits et ensuite une société d'assurance de crédit (*Credit Insurance Corporations- CIC*), détenue

par l'Etat et qui a l'obligation d'assurer les CGC. La CIC est un instrument entre les mains de l'Etat pour aider ou contre-garantir les CGC en faveur de la PME. En effet, les pertes des sociétés de garantie (CGC) sont compensées et sauvegardées par l'assurance qu'elles reçoivent de la CIC. Cette dernière paye de 70% à 90% du montant de la perte en cas de matérialisation du risque pour l'emprunteur. En cas de recouvrement des créances par les CGC, elles ont l'obligation de les reverser à la CIC.

1.1.2 Les Etats-Unis D'Amérique

Le système de garantie américain, quant à lui, a été instauré en 1953 sous l'appellation de la *Small Business Administration (SBA)*. Cette dernière, constitue toujours l'instrument majeur de la politique américaine de soutien aux PME. La couverture de la garantie aux PME peut atteindre 90% du montant du crédit. La SBA se base sur des structures - relais pour l'application du programme. Il s'agit de structures agréées et capables de faire l'ingénierie financière et le montage des dossiers de crédits. Elles peuvent être créées par les collectivités locales, ou sont des associations à but non lucratif. Comme la SBA, les structures - relais sont rémunérées par commissions.

Le programme *Small Business Investment Companies*, de la SBA, accorde des prêts aux PME ou prend des participations dans leur capital. Les bailleurs de fonds, dans les deux cas, sont couverts par la garantie de la SBA. Il s'agit dans ce cas d'un prêt participatif, comme dans le cas de DAD¹. Plusieurs autres programmes existent suivant les besoins des PME américaines, et suivant la politique poursuivie par les pouvoirs publics.

1.1.3 La Grande Bretagne

L'expérience britannique de la garantie a débuté en 1981. Le dispositif qui s'intitule le *Loan Guarantee Scheme (LGS)*, a connu plusieurs restructurations et il est actuellement en vigueur.

¹ Cf. Infra.

Les demandeurs des prêts garantis doivent tout d'abord avoir l'accord de la banque de leurs choix avant de demander l'aval du Ministère de l'Emploi, du Commerce et de l'Industrie. Ces demandeurs ne peuvent être que des petites entreprises, et sans limitation de secteurs. Le système couvre par sa garantie 80% des prêts.

Au début, la commission de garantie était fixée à 3%, et ce afin que le système s'autofinance lui-même. Cependant, le taux de sinistre a été très significatif (33%) et le système a enregistré des pertes sèches. Les pouvoirs publics persistent à maintenir le LGS, dans la mesure où il est beaucoup moins cher que l'aide directe. C'est pourquoi, on a relevé la prime à 5% et réduit la couverture à 70% afin de résorber les pertes antérieures et pérenniser le FG. La conséquence étant que le coût pour la PME devient exorbitant. Ceci s'est amplifié par le fait que les banques, pour les PME/TPE, pratiquent souvent des taux majorés par rapport aux taux de base.

La chute de l'activité de garantie du LGS a poussé les autorités publiques à revoir les paramètres² de leur FG. Il y a eu donc réduction de la commission de garantie, elle est de 0,5% pour les taux d'emprunt fixe et 1,5% si l'emprunt est à taux variable, avec l'assouplissement des conditions d'accord de garantie et l'augmentation de la quotité de couverture pour certains cas.

1.1.4 Le modèle français : OSEO Garantie (ex-Sofaris)

Après une évolution de la garantie institutionnelle passant des Fonds fonctionnant dans le cadre du cautionnement mutuel, et ceux gérés par la CNME (Caisse Nationale des Marchés de l'Etat), on a créé la Sofaris³ en décembre 1982. La plupart des FG existants lui ont alors été rattachés, d'autres ont été créés chaque fois que les pouvoirs publics l'estiment nécessaire. Depuis, Sofaris est progressivement devenue une Institution

² Commission, quotités de couverture, procédures d'accord de garantie, etc.

³ Il s'agit du regroupement des Fonds de Garantie des prêts participatifs et des prises de participation mis en place en 1979.

Financière Spécialisée, régie par la loi bancaire et qui partage le risque de certains crédits bancaires aux PME, ainsi que de certaines interventions en fonds propres (capital - investissement, prêts participatifs, etc.). Pour remplir sa mission d'intérêt général, la Sofaris bénéficie de l'abondement par l'Etat de plusieurs FG.

En 1997, la Sofaris est devenue filiale de la Banque de Développement de la PME (BDPME). En 2005, il y a eu création d'OSEO suite au rapprochement entre la BDPME, l'ANVAR⁴ et la Sofaris. OSEO est un établissement public national holding à caractère industriel et commercial. Les trois grands métiers d'OSEO, via ses filiales, sont OSEO Innovation qui soutient l'innovation et le transfert de technologie, OSEO Financement qui finance les investissements et le cycle d'exploitation en partenariat avec les établissements bancaires et financiers, et enfin OSEO Garantie qui garantit les financements bancaires et les interventions en fonds propres. Egalement, cet établissement a une présence dans le territoire à travers sa filiale OSEO Garantie Régions. Comme toute institution de gestion de FG, OSEO Garantie est un organisme qui se veut neutre vis-à-vis des prêteurs et des apporteurs de fonds propres, puisqu'il n'intervient qu'en offrant sa garantie partielle. Il offre généralement une couverture qui va de 40% à 70%.

1.2 L'activité des Institutions et Fonds de Garantie au Maroc

La Caisse Centrale de Garantie (CCG) et Dâr Ad-Damâne (DAD) sont deux organismes chargés de garantir les crédits. Hormis leur différence, ils ont quelques produits identiques, puisqu'il s'agit de Fonds dotés par l'Etat. Ce dernier, dans un souci d'activation de la production de la garantie des deux institutions, les a doté de FG et de Fonds de cofinancement.

A côté des Fonds nationaux, il y a deux autres mécanismes de garantie qui opèrent au niveau national sur la base des coopérations, il s'agit du FG Français en faveur du Maroc et du PAIGAM.

⁴ Agence Nationale de Valorisation de la Recherche (France).

La notion de FG est très récente au Maroc, même si la CCG existe depuis 1949, et DAD depuis 1989. La CCG n'a été autorisée à gérer des Fonds dédiés qu'à partir de l'élargissement de son champ d'action par la loi qui l'a réorganisée en 1996. De même, DAD, n'a commencé à gérer des FG pour le compte de tiers qu'à la fin des années 1990.

Aussi, il est utile de faire le distinguo entre un Produit et un FG. Un FG est un produit adossé de manière précise à un FG avec une dotation et des caractéristiques propres. Par contre, un produit est une garantie adossée aux fonds propres de l'institution qui émet la garantie, sans qu'il y ait une dotation propre au produit de la garantie.

1.2.1 La Caisse Centrale de Garantie

La Caisse Centrale de Garantie est un établissement public créé en 1949, avec pour objet de garantir le remboursement des crédits nationaux et étrangers contractés par des entreprises publiques ou privées pour leurs projets d'investissement. A partir de 1997 et suite à une volonté étatique d'activer la garantie publique via le mécanisme des FG, surtout pour les PME/PMI, l'Etat a réorganisé et élargis le champ d'action de la Caisse. En effet, la garantie de la CCG implique celle de l'Etat. La Caisse a une activité pour compte propre et une activité pour compte de tiers, principalement l'Etat ou des organismes publics ou privés, sur une base conventionnelle, de tous Fonds de Garantie et de toutes autres opérations similaires, comme les Fonds de cofinancement.

La CCG offre au système financier 14 mécanismes de garantie. Tous ces mécanismes ont fait l'objet de conventions avec les banques. Il y a des produits adossés aux fonds propres, des Fonds de restructuration ou de cofinancement et des Fonds de Garantie.

Les produits de la CCG sont :

- Garantie des Crédits d'Investissement : Il s'agit du principal produit de l'organisme. Il a été revu suite au changement qu'à connu la Caisse et en réponse aux besoins du paysage financier. Il s'adresse aux entreprises sans limite de taille ou de chiffre d'affaires.

- MOUKAWALATI : Le Fonds d'appui à l'Auto - Emploi a pour objet le Financement des projets de création d'entreprises par les jeunes diplômés marocains. Ce programme, qui est mis en place par l'Etat, consiste à cofinancer les éligibles par des avances non productives d'intérêts combinées à des crédits bancaires garantis par la CCG.
- Cautionnement des marchés à l'exportation : Il ne s'agit pas de garantie des crédits, mais plutôt de cautionnements provisoires, définitifs, de restitution d'avance et de retenue de garantie.

Les Fonds de cofinancement gérés par la CCG sont :

- FOMAN : Ce Fonds a démarré en 2004, il est doté à part égale par le budget général et la Communauté Européenne⁵. Son objet est de financer conjointement avec les banques les investissements en matériels.
- RENOVOTEL : Il s'agit du Fonds de rénovation des unités hôtelières, créé en 2003 et doté par le fonds Hassan II pour le développement économique est social. Il cofinance avec les banques des programmes de rénovation des unités hôtelières.
- FORTEX : Le Fonds de soutien aux entreprises du secteur du textile et de l'habillement a été créé en 2003 et abondé par le fonds Hassan II. Il cofinance avec les banques la restructuration des entreprises de ce secteur.
- FODEP I : Le Fonds de dépollution industrielle, créé en 1997, est le fruit de la coopération avec l'Allemagne à travers la KFW, la banque Allemande de développement, avec un don de 90 millions de dirhams confié à la CCG pour sa gestion financière, et confié pour sa gestion technique au Ministère de l'Environnement. Le Fonds est destiné à aider, par des dons et des prêts, les entreprises marocaines à investir dans les équipements de dépollution en privilégiant des technologies non polluantes.

⁵ Dans le cadre d'Euro Maroc Entreprise.

- FODEP II : Ce Fonds représente la deuxième ligne du FODEP. Cette fois l'enveloppe est de 100 millions de dirhams, destinée totalement aux dons, avec un financement bancaire combiné.

Les Fonds de Garantie gérés par la CCG sont :

- ISTIMRAR : Il s'agit du Fonds de Garantie de la Restructuration Financière, qui est de création récente et doté par l'Etat marocain et le gouvernement français, a pour objectif de garantir les prêts visant la restructuration des dettes bancaires des entreprises. Ce fonds répond à un besoin récemment exprimé par les entreprises. Toutefois, il est paramétré de manière contraignante.
- FGPCJE : le Fonds de Garantie des prêts à la création de la jeune entreprise, qui a été instauré en 2003 par la charte de la PME, s'inscrit dans le cadre de la promotion de l'initiative privée et de l'auto - emploi. L'Etat avait revu les modalités d'octroi de ces crédits, notamment par la transformation du cofinancement avec les banques en une couverture publique des crédits bancaires de 85%.
- FGIC : Fonds de Garantie des industries culturelles. Ce Fonds est créé à l'initiative de l'Agence Intergouvernementale de la Francophonie et donné pour gestion à la CCG en 2003. Sa garantie, couvrant 70% du crédit, s'adresse aux entreprises qui exercent dans les industries culturelles au Maroc.
- FOGALEF : Instauré en 2003, le Fonds de Garantie des prêts est destiné à financer l'accession à la propriété aux adhérents de la Fondation Mohammed VI de promotion des œuvres sociales de l'Education Formation. Ce genre de Fonds est une nouveauté au Maroc, son activité est très spécifique puisque limitée à un corps déterminé constitué des adhérents de la Fondation Mohammed VI des œuvres sociales. Le FOGALEF connaît un succès en raison de l'importance du secteur et l'identification fiable et facile des bénéficiaires et donc du risque.
- FOGALOGE-PUBLIC : Le Fonds de Garantie des prêts au logement en faveur du personnel du secteur public est abondé par une dotation budgétaire par la loi de finances de 2004. Le fonds est

une poursuite de la volonté publique à promouvoir la propriété. En effet, l'Etat a longtemps encouragé par la ristourne d'intérêt, mais elle est devenue lourde à gérer et surtout coûteuse. C'est pourquoi, la réorientation d'une partie des montants de la ristourne vers le mécanisme des FG est apparue la solution la plus adéquate en terme d'efficacité et surtout en terme de coût.

- **FOGARIM** : Le Fonds de Garantie des prêts au logement en faveur des populations à revenus modestes ou non réguliers, abondé par le Fonds de Solidarité de l'Habitat, est consacré aux personnes ne relevant pas du secteur public ou des entreprises privées affiliées à la CNSS, exerçant une activité génératrice de revenu et ne possédant pas de logement.

Tous les FG et les Fonds de restructuration sont gérés pour le compte de tiers sur une base conventionnelle. Il est perçu des commissions de garantie annuelles variables selon la taille de l'entreprise et la nature des Fonds. D'autres sûretés peuvent être demandées par la CCG et la banque, dans le cas des fonds de cofinancement, elles sont pari - passu entre les deux. Pour ces fonds, la partie du crédit donnée par la banque peut également bénéficier de la garantie de l'institution ou des FG.

1.2.2 Dâr Ad-Damâne

Créée en 1989, par Bank Al-Maghrib et les banques de la place, pour cautionner les prêts participatifs de Bank Al-Amal au profit des MRE, DAD est un établissement de crédit régi par la loi bancaire et agréé par Bank Al-Maghrib en tant que société de cautionnement. Son activité s'est élargie en 1993 à la garantie des crédits d'investissement marquant ainsi le vrai démarrage de l'activité de garantie pour l'institution. Elle a donc créé à l'occasion le produit AT-TAHFIZ. Comme d'autres organismes, DAD a été doté par l'Etat d'un FG pour les Jeunes Promoteurs et Jeunes Entrepreneurs, actuellement en gestion extinctive.

Les mécanismes de garantie et de cofinancement de DAD sont :

- AL MOUHAJIR, Garantie des Prêts Participatifs de Bank Al Amal. Il s'agit du premier produit de DAD et qui remonte à la date de la création de l'institution. Ce produit est destiné à toute entreprise privée, dont au moins 20% du capital est détenu par un Marocain Résidant à l'Étranger. Ce mécanisme représente une garantie spécifique, qui est celle du prêt participatif accordé par Bank Al Amal.
- AT-TAHFIZ, Garantie des Crédits à moyen et long Terme. La garantie du Fonds est destinée à toute entreprise privée quels que soient son secteur, sa forme juridique pour les pôles : création, extension, délocalisation, modernisation, ou autres.
- FORCE, Garantie des crédits de mise à niveau : Ce produit a été lancé en 2002 dans un contexte de mise à niveau des entreprises, selon des critères bien déterminés. À l'instar de la CCG, DAD bénéficie du soutien du PAIGAM.
- ENERGY, Garantie des prêts finançant les infrastructures d'intérêt public. Lancé en 2002 en partenariat avec l'USAID en faveur des infrastructures publiques et des collectivités locales.
- OXYGENE, Garantie des Crédits de Fonctionnement. Créé en 1997, ce FG est géré pour le compte de l'État avec une dotation sous forme de don de l'USAID. Il a pour objectif, chose unique, de garantir des crédits d'exploitation des entreprises, afin de leur permettre de poursuivre leur exploitation sans à-coups.

Le Fonds Hassan II a doté DAD, au même titre que la CCG, du FORTEX et du RENOVOTEL en tant que fonds de cofinancement. C'est pourquoi les deux obéissent aux mêmes caractéristiques.

1.3 De l'origine des Fonds de garantie : Le cautionnement mutuel

Un FG est un outil financier destiné à réduire le risque bancaire. C'est donc un contrat de confiance ou d'assurance pour le créancier.

L'activité des FG n'est pas réglementée de manière uniforme. Les FG dotés par l'Etat sont indiqués dans la charte de la PME, la loi des finances et/ou créés par des conventions avec les partenaires économiques nationaux⁶ et internationaux⁷.

Quelques praticiens définissent les FG comme une technique à mi-chemin entre l'assurance et la caution. Avec les FG, le créancier est assuré par l'entremise de la caution d'être payé, même avec la défaillance du débiteur. On parle de garantie institutionnelle parce que le garant ou la caution du crédit est une institution *ad hoc*, c'est à dire que le FG est une dotation gérée pleinement par un organisme public ou une institution financière spécialisée dans la garantie.

L'origine des FG est à rechercher, entre autres, dans le cautionnement, et plus particulièrement le cautionnement mutuel assuré par des sociétés de cautionnement. La notion de cautionnement suppose deux éléments ; d'abord le contrat de caution (garantie) et ensuite la structure qui assure la couverture du risque de non payement par le débiteur.

Les sociétés de cautionnement mutuel (SCM) ont pour objet d'apporter, dans le cadre d'une structure coopérative créée par des professionnels appelés des sociétaires, une garantie collective à l'un des sociétaires dans le cadre d'une opération qu'il mène avec un tiers, généralement une banque. Grâce à leurs connaissances particulières de tel ou tel secteur d'activité, que le prêteur ignore, les sociétés de cautionnement mutuel sélectionnent leurs accords de garantie.

Elles ont pour objet de permettre à leurs adhérents d'accéder à des crédits bancaires dans des conditions qu'ils ne pourraient obtenir s'ils agissaient seuls. Ces sociétés prennent en charge une partie du risque encouru.

⁶ CCG, DAD, GPBM, CGEM.

⁷ Fonds de Garantie Français, Fonds de Garantie Européen.

La garantie est constituée par la mise en place d'un FG ou fonds de mutualité, alimenté par des versements dont la restitution aux emprunteurs est prévue à l'échéance du crédit. La mutualisation des risques permet à la société de cautionnement de limiter les garanties qu'elle prend sur le débiteur.

Le système de la mutualisation des risques, façonné par les SCM⁸, a pu fonctionner pendant de nombreuses années dans la mesure où ces sociétés opéraient un juste choix des risques à couvrir, du fait de leur spécialisation dans des secteurs déterminés et de leurs critères de sélection des projets à garantir totalement différents des critères financiers classiquement utilisés par les banques. L'interdépendance des secteurs d'activité, qui ont de moins en moins de caractères spécifiques, l'existence et l'affirmation de contraintes financières communes à tous les secteurs, l'activation de la banque en terme d'équipement et de collecte des informations sectorielles ainsi que le développement des bases de données économiques et financières aisément accessibles, ont fait que l'avantage concurrentiel de l'existence des SCM et du recours des banques à ces dernières commence à s'effriter. Mais ceci ne signifie pas pour autant leur disparition, puisqu'elles demeurent encore en actualité dans plusieurs pays.

L'élément de la surface financière des SCM, c'est-à-dire le Fonds de Garantie alimenté par les sociétaires, se détache et mène son existence à part entière mais cette fois doté par l'Etat, les organismes internationaux ou par une mutuelle de banques afin de couvrir une partie des risques liés aux financements, généralement des petites structures. Ceci est d'autant plus intéressant que la technique des FG permet un effet de levier, une économie sensible de moyens et un véritable instrument de politique économique des pouvoirs publics, sans oublier ses bienfaits sur l'entreprise et sur les ressources des banques.

* Surtout dans l'expérience européenne.

1.4 Les caractéristiques et les paramètres des Fonds de Garantie

Les caractéristiques des FG seront une synthèse analytique des expériences de quelques FG, principalement français. Ce choix est motivé par le fait qu'il n'y a pas de normes internationales sur la plupart des paramètres de mise en œuvre technique des FG.

1.4.1 Les caractéristiques et le fondement des Fonds de Garantie

Un FG organise la mutualisation des risques bancaires. Il se fonde sur le principe que les crédits qui seront garantis par le Fonds ne peuvent pas tous devenir contentieux en même temps. Le Fonds permet donc de réaliser un *effet de levier* puisque les capitaux mis à sa disposition peuvent garantir un montant supérieur de crédits bancaires.

L'effet de levier est la combinaison de deux paramètres : le *coefficient multiplicateur* et la *quotité de couverture*. L'effet de levier est d'autant plus important que le taux de défaillance des emprunteurs sera faible. Le taux prévisible de défaillance est un point central dans la construction du FG, il permet de définir le coefficient multiplicateur, qui est l'inverse du taux prévisible de défaillance.

Le coefficient multiplicateur est donc la constatation économique a posteriori du rapport entre le montant de l'encours des crédits couverts et le montant des capitaux nécessaires pour faire face aux indemnisations correspondant aux sinistres des banques, c'est-à-dire dans la mise en jeu de la garantie, après exécution des hypothèques, gages, nantissements, cautions ou autres. Le multiplicateur prend donc en compte, outre le taux de défaillance, le taux de récupération sur créances impayées et le taux de rémunération des capitaux à disposition du FG. En effet, les dotations des FG sont placées dans le marché financier. Au Maroc, c'est surtout dans les bons de trésor.

Un FG laisse toujours une part de risque à la charge de la banque. L'objectif étant de maintenir une responsabilisation de la banque. C'est pourquoi la quotité de couverture est en général de 50%. La logique veut

que si la banque est assurée d'un remboursement total, elle se désintéressera du suivi de son risque sur l'emprunteur, n'actualisera pas les informations le concernant et ne réagira pas suffisamment rapidement en cas de difficulté de l'emprunteur.

La détermination de l'effet de levier est la suivante :

- Dotation du Fonds : X
- Taux de défaillance : D
- Coefficient multiplicateur : $M = 1/D$
- Taux de couverture : C
- Concours garantis : $X \times M / C$

Si on suppose les données suivantes :

- une quotité de couverture de 50%, soit 0,5 ;
- un coefficient multiplicateur de 5, correspondant à l'inverse d'un taux de défaillance de 20% ;

Le FG pourra garantir un montant de crédit 10 fois plus important que la dotation du Fonds : le multiplicateur / la quotité de couverture, c'est-à-dire : $5/0,5 = 10$

Ainsi, pour une dotation de 10, le Fonds pourra garantir 100, c'est-à-dire :

$$10 \times 5/0,5 = 100$$

Lorsque les ressources sont difficiles à mobiliser, et surtout s'il s'agit de ressources publiques, ce schéma est donc particulièrement intéressant si on le compare aux aides directes, comme les dons et les subventions. Ceci permet à l'Etat de mettre en œuvre une politique économique volontariste et une canalisation des financements selon des critères et des secteurs économiques déterminés.

En effet, les garanties peuvent être définies selon le secteur d'activité, le type d'entreprise, le type de crédit, le montant des crédits (avec

des planchers et des plafonds pour limiter les catégories d'entreprises) et les opérations spécifiques telle la création d'entreprises.

L'intérêt d'un FG consiste aussi à faire faire plutôt qu'à faire soi-même. Le système bancaire est en effet mobilisé, via la couverture du FG, pour effectuer directement les opérations d'octroi des crédits, tout en respectant les conditions de fonctionnement du Fonds. On parle ici d'une efficace division des tâches. L'Etat définit la politique et les conditions d'application du FG, les banques réalisent elles-mêmes les opérations de crédit et le FG approfondit l'analyse du risque sur l'entreprise et *oblige* les banques à améliorer leur propre analyse.

Outre la dotation apportée et l'identification des utilisateurs, le succès de tout FG repose sur les banques. Si elles n'ont pas d'intérêt financier, ou si elles n'ont pas de confiance dans la capacité d'indemnisation du Fonds, elles n'apporteront pas leurs dossiers, et du coup la surface du Fonds sera insuffisante pour opérer une véritable mutualisation, ou au pire les banques n'apporteront que les mauvais dossiers.

Un FG peut être autosuffisant, quand il doit assurer en permanence son équilibre financier dès sa création. A cet effet, ses charges (fonctionnement et indemnisations⁹) ne devront pas excéder ses produits (commissions de garantie et produits financiers).

Pour consolider l'assise financière d'un FG, il peut y avoir des clauses de franchise prévues avec les banques et les partenaires, en prévoyant qu'aucune indemnisation ne pourra intervenir pendant les délais de démarrage, ou aussi des exonérations fiscales¹⁰. Ce délai permettra de conforter les capitaux propres en conservant les produits financiers des placements.

⁹ Taux de sinistre réel moyen \times quotité de couverture = % \geq taux de commission. Les commissions ne doivent pas dépasser ce pourcentage sinon la couverture sera jugée par les banques comme étant faible.

¹⁰ La SOFARIS a bénéficié d'une exonération pendant 5 ans de l'impôt sur les sociétés et d'une capitalisation de ses bénéfices lors de sa création. De plus, les actionnaires ont accepté de ne pas recevoir la rémunération de leurs avances pendant cette même période. Hervé Le Moine, 1995.

Il y a aussi le FG consommable. Ce Fonds aura une durée de fonctionnement qui dépendra essentiellement du taux de sinistre réel moyen et du montant des capitaux mis à sa disposition. Les estimations doivent être effectuées sur la base de statistiques fiables sur les taux de sinistres constatés dans le passé sur le même secteur d'activité que celui dont est destiné le FG. Ce type de Fonds est dépendant exclusivement des dotations, puisqu'il ne dispose pas d'une politique de gestion de portefeuille à même de réaliser des produits financiers.

Dans la pratique, cette distinction entre FG autosuffisant et FG à durée déterminée n'est pas toujours évidente ; il s'agit plutôt de Fonds mixtes, c'est-à-dire adoptant une politique de trésorerie de gestion de portefeuille et comptant sur des dotations externes pour subsister. Quant au facteur temps, il peut être intégré. Un FG autosuffisant peut être à durée déterminée dans la mesure où il est actif en gestion de ses dotations, mais qu'en outre il lui est destinée une dotation de manière périodique, de telle sorte que son enveloppe est à durée déterminée. Ce genre de Fonds est imaginable surtout pour un FG créé pour garantir les prêts dans un secteur assez sensible et porteur de risque. C'est pourquoi les autorités mettent les bouchées doubles pour rehausser les chances de financement de ce secteur. Ceci est logique, dans la mesure où les établissements de crédits seront rassurés de la couverture.

1.4.2 Les paramètres techniques des Fonds de Garantie

Les principaux paramètres de réglage des FG sont :

Le Périmètre d'intervention : Le champ d'intervention doit être large pour permettre une mutualisation des risques, et les secteurs d'activité des financements couverts assez nombreux et/ou peu corrélés entre eux.

Les règles d'éligibilité : Les règles d'éligibilité définissent les conditions auxquelles les banques pourront avoir accès à la couverture du FG, tels que les secteurs, les plafonds de crédits, les tailles d'investissements, le chiffre d'affaires, etc.

Aussi, il faudrait que l'éligibilité (relative aux secteurs auxquels est destiné le FG) soit obligatoire. S'il n'y a pas obligation pour la banque d'adresser tous ses dossiers (bons et mauvais) au Fonds, il y a le risque que la banque ne transmette que ses mauvais dossiers, et la pérennité du FG en sera entamée.

Le taux de couverture : Le taux de couverture du risque par le FG est la quotité du crédit couverte par le FG. Cette quotité ne doit pas dépasser 50% en règle générale. Au-delà de 50% de couverture, la banque ne suit plus la gestion de son risque de manière efficace, sachant qu'elle sera bien couverte en cas de sinistre. Sauf le cas d'une politique délibérée d'incitation vers le financement de certaines activités, comme l'exemple du FOGALEF qui couvre à 100%.

Le taux de cotisation ou la commission : La commission supportée par le bénéficiaire du crédit contre la garantie du FG est l'élément le plus visible du coût. En principe, cette rémunération doit être fonction du risque, et l'évaluation du risque doit se faire à partir de l'analyse financière de l'entreprise bénéficiant de la garantie. En pratique, il y a des critères permettant de dresser une grille différenciée de taux de cotisation.

Les sûretés : Elles sont prises en ligne de compte pour l'évaluation des risques. En effet, les sûretés doivent continuer à être prises par les banques pour la partie du risque non couverte par le Fonds, ou prises par le FG lui-même, pour compte commun.

Les règles d'indemnisation : Les règles d'indemnisation doivent être clairement précisées dans les conditions générales d'intervention du Fonds. Cette indemnisation peut être, soit pour perte totale, dans la limite de la quotité garantie, et ceci dès la défaillance constatée du débiteur, soit pour perte résiduelle, après récupération par la banque de toutes les sommes venant de la mise en exécution des garanties, il s'agit de la participation en perte finale.

2. ROLE STRUCTURANT DES FONDS DE GARANTIE

2.1 Le rôle structurant des Fonds de Garantie pour les établissements de crédit

Les établissements de crédit trouvent, en théorie, leur intérêt en termes de ratios prudentiels et en termes de renforcement des fonds propres, en adoptant une politique de garantie privilégiant la garantie institutionnelle. En effet, les FG exercent une influence positive sur les risques de contrepartie qu'encourent les banques. Cette influence est sensible aussi sur les résultats bancaires.

Il y a deux dimensions du risque de crédit. La première dimension est relative au volume global des risques de crédit, qui est calculé en retenant l'ensemble des éléments de l'actif et du hors-bilan. Une fois le volume de ces risques est mis en relation avec les fonds propres de l'établissement de crédit, on aura le ratio de solvabilité. La deuxième dimension est celle de la division des risques. Il s'agit de calculer un coefficient maximum de division des risques des établissements de crédit. Les décisions de provisionnement exercent une influence déterminante sur le niveau des résultats et sur les fonds propres des établissements de crédit. Il sera adopté une approche réglementaire¹¹ pour traiter de ces deux dimensions.

2.1.1 Le coefficient minimum de solvabilité

Ce coefficient exprime une limite minimum de solvabilité de tout établissement de crédit. Cet instrument limite les risques de contrepartie (pondéré selon le degré de risque) en fonction de la surface financière de l'établissement de crédit, c'est-à-dire ses fonds propres.

La circulaire n°25/G/2006 de Bank Al-Maghrib du 05 décembre 2006, détermine les éléments des fonds propres prudentiels, les éléments de

¹¹ Une autre approche, dite interne, est propre à chaque établissement de crédit dans le cadre de sa gestion interne des risques.

l'actif et des engagements par signature, affectés d'un taux de pondération en fonction des différents degrés de risque, pour le calcul du coefficient.

La construction du ratio de solvabilité est la suivante :

- le numérateur comprend les fonds propres, constitués des fonds propres de base et des fonds propres complémentaires¹².
- le dénominateur comprend l'ensemble des risques de contrepartie et de marché, lesquels sont pondérés afin de tenir compte du degré de risque qui est variable selon la nature des engagements et des couvertures (garanties).

Tout établissement de crédit doit présenter, en permanence, un coefficient de solvabilité supérieur ou égal à 8%. Ce qui revient à dire que les fonds propres doivent représenter au moins 8% de l'ensemble des risques pondérés.

Le risque de contrepartie pondéré est calculé pour les éléments du bilan comme suit :

$$\text{Risque pondéré} = \text{Engagements} \times \text{taux de pondération}$$

Pour les éléments de hors-bilan il est généralement appliqué, en outre, un facteur de conversion¹³ qui a pour rôle d'harmoniser les engagements par signature aux engagements du bilan. Cependant, la législation nationale a intégré le facteur de conversion dans la quotité de pondération, afin de simplifier le calcul. C'est ainsi que pour les éléments de hors-bilan on n'a que les taux de pondération.

Il s'agit, pour chaque élément d'actif et de hors-bilan, de multiplier la valeur comptable nette par le taux de pondération correspondant. La

¹² Pour le détail sur la constitution des fonds propres, voir la circulaire n°24/G/2006 de Bank Al-Maghrib relative aux fonds propres des établissements de crédit.

¹³ Risque Pondéré = Engagements × Facteur de conversion × taux de pondération

valeur comptable nette est obtenue après déduction des provisions¹⁴ affectées à la couverture de la partie compromise, ou des amortissements en ce qui concerne les immobilisations.

Concernant la place des Institutions et Fonds de Garantie, on peut lire dans ladite circulaire que pour les créances sur la clientèle qui sont garanties par des établissements de crédit et assimilés marocains, habilités à délivrer des garanties¹⁵ par signature, on applique le taux de pondération de 20%. Ces établissements sont : les banques, la Caisse Marocaine des Marchés, DAD et la CCG. Le taux de pondération de 20% (actifs et hors-bilan) représente la deuxième pondération, la première étant 0%. On peut parler de deuxième rang de risque, après les valeurs en caisse (liquidités) et les créances sur l'Etat et sur les Etats membres de l'OCDE.

Pour les créances couvertes par une garantie réelle, telle l'hypothèque, on applique un taux de 50%. Pour les autres créances sur la clientèle, il est appliqué le taux de 100%, c'est-à-dire *un risque plein*.

A ce stade, on peut dire que les institutions de garantie sont de qualité, et donc solvables du point de vue réglementaire.

2.1.2 Le coefficient de division des risques

Le ratio de division des risques a pour objectif de limiter les risques sur un même ou plusieurs bénéficiaires. A l'instar du calcul du ratio de solvabilité, les créances sont pondérées en fonction des risques.

¹⁴ Cf. Infra, les règles de provisionnement.

¹⁵ Doivent être réalisables de première demande, et ne sont prises en considération que pendant leurs durées effectives et à hauteur des montants des risques couverts.

La circulaire n°3 relative au ratio maximum de division des risques des établissements de crédit, fixe le rapport entre le total des risques encourus sur un même bénéficiaire affectés d'une pondération en fonction du degré de risque, d'une part, et les fonds propres des établissements de crédit, d'autre part, à 20% maximum.

La construction du ratio de division des risques est la suivante :

- il est porté au dénominateur les fonds propres,
- il est porté au numérateur l'ensemble des risques pondérés de contrepartie.

L'Etat étant jugé solvable, les risques encourus sur lui ne sont pas pris en considération dans le calcul des risques nécessaires dans la détermination du ratio de division des risques.

La circulaire n°3 (article 2) détermine les taux de pondération des risques en fonction de la qualité des actifs et des éléments de hors-bilan et en fonction des garanties qui y sont assorties.

Comme pour le ratio de solvabilité, la circulaire n°3 prévoit pour les éléments de l'actif quatre taux de pondération : 0%, 20%, 50% et 100%. Quant aux éléments du hors-bilan, elle prévoit cinq quotités : 0%, 4%, 20%, 50% et 100%. La quotité augmente avec l'augmentation du degré de risque estimé.

Pour ne se limiter qu'à la place des Institutions et Fonds de Garantie, on peut lire dans la circulaire n°3 que « pour les engagements de financement et de garantie en faveur ou sur ordre de la clientèle qui sont garantis par des établissements de crédit et assimilés marocains, habilités à délivrer des garanties¹⁶ par signature », on applique un taux de pondération de 20%. Ces établissements sont : banques, CMM, DAD et CCG. Ces établissements sont au deuxième rang de risque, derrière les créances sur Bank Al-Maghrib, l'Etat et les Etats membres de l'OCDE.

¹⁶ Doivent être réalisables de première demande, et ne sont prises en considération que pendant leurs durées effectives et à hauteur des montants des risques couverts.

Le provisionnement

Le provisionnement n'intervient que lorsque le risque est concrétisé. Il y a deux grandes catégories de provisions qui sont spécifiques à l'activité bancaire :

- *Les provisions pour risques bancaires généraux.* Il s'agit de provisions figurant sur le passif de l'établissement de crédit dans le fonds pour risques bancaires généraux -FRBG-. Elles sont constituées de façon discrétionnaire par les dirigeants de la banque car elles concernent des engagements ayant des points communs entre eux et ne correspondant pas à un risque identifiable de manière claire. Par exemple, une fraction du risque-pays ayant un caractère général peut être affecté en FRBG.
- *Les provisions pour risques clients individualisés.* Il s'agit de provisions pour dépréciation des créances sur la clientèle. L'opération de provisionnement se fait en deux étapes. La première étape est celle de la classification des créances. La deuxième étape est celle du provisionnement en fonction des garanties.

La circulaire n°19/G/2002 de Bank Al-Maghrib du 23 décembre 2002, modifiée en décembre 2004, régit ces deux étapes, c'est-à-dire la classification des créances et leur couverture par les provisions.

2.1.2.1 La classification des créances

Les créances sont réparties en trois classes ; les créances saines, les créances en souffrance et les créances irrégulières.

Les créances saines (article 3), sont des créances dont le règlement devrait s'effectuer normalement à l'échéance et qui sont détenues sur des contreparties capables d'honorer leurs engagements, immédiats et futurs, et ne présentant pas de motif d'inquiétude.

Les créances en souffrance (Article 4) présentent un risque de non recouvrement total ou partiel, sur la base de la détérioration de la capacité de remboursement de la contrepartie. À cet effet, il y a trois sous-catégories de créances en souffrance, compte tenu du degré de risque de perte :

- les créances pré-douteuses,
- les créances douteuses,
- les créances compromises.

Les créances irrégulières (Article 4 bis), sont des créances qui présentent des critères de classification parmi les créances en souffrance, mais qui sont intégralement couvertes par, entre autres, « des garanties reçues de l'Etat ou de la CCG, des garanties reçues des Fonds et Institutions Marocains de Garantie des crédits ». On remarque que le législateur met à un niveau honorable la garantie de l'Etat et celle donnée par les Institutions et Fonds de Garantie, à condition que la créance soit totalement couverte par cette garantie.

La classification des créances dans les catégories correspondantes étant faite, il s'agit de provisionner ces créances.

2.1.2.2 Le provisionnement des créances

Les créances pré-douteuses, douteuses et compromises doivent donner lieu à la constitution de provisions égales, respectivement à 20%, 50% et 100%, après déduction des garanties en application de quotités correspondantes.

Soit une créance douteuse de 1000, avec une garantie déductible à 50% :

- Déduction de la garantie : $1000 - 500 = 500$

- La provision à constituer est : $500 \times 0,5 = 250$

S'il s'agissait ici d'une créance compromise, la provision serait égale à 500.

Les garanties vont donc réduire l'assiette de calcul des provisions. C'est la qualité de la garantie qui détermine la quotité. Il y a, à cet effet, trois quotités : 100%, 80% et 50%. (Article 15).

Aux FG et Institutions Marocains de Garantie, on applique une quotité de 100%, c'est-à-dire que les parties des créances garanties par les FG ne sont pas provisionnées. L'Etat par là, veut clairement signifier que la garantie des FG est une garantie de l'Etat, et que la qualité de couverture est identique à celle du premier solvable qui existe dans une nation, qui est l'Etat.

Dans la quotité de 100%, outre l'activité de la CCG et des Fonds de Garantie gérés pour le compte de l'Etat, on y trouve l'activité de la CMM et tous les FG abondés par l'Etat quel que soit le gestionnaire. C'est le cas de DAD pour les garanties adossées aux Fonds gérés pour le compte de l'Etat. Le reste des produits de garantie de DAD ainsi que les FG gérés pour le compte d'organismes internationaux, est pris dans la quotité de 80%. Par conséquent, les parties des crédits qu'ils garantissent sont déduites de l'assiette de calcul à hauteur de 80%.

Sont aussi déduits de l'assiette de calcul à hauteur de 80%, les crédits garantis par les établissements de crédit et les Fonds étrangers opérant au niveau national.

Sont déduits de l'assiette de calcul à hauteur de 50%, les crédits couverts par une garantie réelle telle que l'hypothèque.

2.1.3 Les autres éléments structurants

Outre ces éléments, il y a trois autres qui plaident en faveur de la garantie institutionnelle : l'estimation de la valeur des garanties, leur appréciation dans le temps et leur mise en jeu.

- 1) Les garanties réelles rencontrent au début de leur prise un aléa d'estimation. Parfois cette estimation peut être tronquée par des éléments de circonstance ou de subjectivité. Alors que la garantie institutionnelle est claire et ne peut faire l'objet ni de circonstance ni de subjectivité.

2) Pour l'appréciation, les garanties réelles se déprécient dans le temps comme précisé dans l'article 21 de ladite circulaire. Il est clairement déterminé de nouvelles quotités, par abattements annuels. Les quotités sont ramenées de 50% à 25% après un délai de 5 ans, et de 25% à 0% au-delà de 10 ans pour le cas de l'hypothèque.

La garantie des Institutions et Fonds de Garantie, quant à elle, ne se déprécie pas et garde une couverture intacte jusqu'à l'extinction de la créance.

3) La mise en jeu de la garantie des FG est d'exécution rapide. Elle intervient directement après constatation de trois échéances impayées, alors que les garanties réelles nécessitent plus de temps.

2.2 Le rôle structurant des Fonds de Garantie pour l'entreprise

Parmi les objectifs fondateurs de l'existence des FG, il y a l'*additionnalité*. C'est le fait que des banques puissent accorder des prêts à des clients qui dans d'autres circonstances n'auraient jamais eu accès aux crédits.

Il s'agit donc d'inciter la banque à consentir davantage de crédits, grâce à la réduction de son risque, surtout dans des secteurs jugés à sinistralité élevée par la banque, ou même de méconnaissance de secteurs d'activité.

Si on suppose un coût du risque de 6% comme inacceptable par la banque, et si celle-ci (couverte de 50% de son risque par le FG) l'estime acceptable à 3%, elle va logiquement être amenée à reconsidérer sa position. C'est la réduction du risque par l'action du FG qui a favorisé l'additionnalité.

D'autres avantages ont été recensés dans la pratique des FG. En effet, l'entreprise est prise dans un cadre positif et évolutif, même si elle est dans une situation d'insolvabilité, c'est-à-dire que tout sera fait pour éviter la cessation de paiement et la liquidation des biens de l'entreprise.

C'est pourquoi en cas d'impayés (dépassant les 3 échéances), la banque et l'institution de garantie seront amenées à se concerter autour de l'une des deux options suivantes :

- soit, restructurer le crédit pour sauver l'entreprise sans que la garantie ne joue,
- soit, diagnostiquer à nouveau la situation et l'évolution des projets de l'entreprise défaillante, afin de conclure au sauvetage ou, le cas extrême, à sa liquidation.

Dans les deux cas, la banque est parfaitement couverte, puisqu'elle peut encaisser la garantie si elle le souhaite. Alors que l'Institution de Garantie, en théorie, n'abandonne pas pour autant l'entreprise qui peut être refinancée auprès d'une autre banque.

En dernier lieu, la garantie institutionnelle est simple. En effet, contrairement à l'hypothèque ou au nantissement qui sont soumis aux formalités de dépôt et assujettis à des frais d'inscription, la mise en place de la garantie institutionnelle ne nécessite pas de formalités aussi lourdes.

Tout ce dispositif en faveur de l'entreprise a pour objectif de rendre les FG un instrument efficace de *financement* et d'impulsion de l'investissement et de l'emploi.

3. UN ESSAI D'EVALUATION DU NIVEAU D'UTILISATION DU MECANISME AU MAROC

3.1 Le pourquoi et le comment de l'évaluation

L'intérêt de l'évaluation est de montrer l'opportunité maximum que peut soulever la bonne utilisation du mécanisme des FG. Cependant, la réussite d'un FG n'est pas uniquement tributaire du seul effet de levier, mais

c'est une kyrielle de mesures et réglages au niveau des paramètres du Fonds, des règles d'éligibilité, des procédures de demande de garantie, de mise en jeu de la garantie, ainsi que la perception de la garantie elle-même par les intervenants, qui doit être regardée avec précision et de manière efficace.

L'étude sur l'évaluation de l'utilisation du mécanisme de garantie se base donc sur l'effet de levier. Cependant, ce levier n'a pas de signification, en termes de calcul, quand il s'agit de garanties adossées aux fonds propres. C'est pourquoi, le calcul sera relatif uniquement aux Fonds dotés par les tiers et gérés par l'institution de garantie.

Pour les fonds propres de l'institution de garantie, et contrairement aux fonds propres des FG, la notion d'épuisement de la dotation est dénuée de sens, puisqu'il est difficile de parler d'épuisement des fonds propres, sinon l'institution de garantie entrera dans un cycle « pertes et recapitalisations », ce qui aurait pour effet la perte de confiance des banques.

3.2 Les éléments d'appréciation de l'utilisation

Afin d'apprécier l'utilisation des FG au Maroc, prenons l'exemple de quelques¹⁷ Fonds, en se limitant à la CCG, dans la mesure où c'est la principale institution disposant du plus important niveau d'engagement et aussi en raison des difficultés que connaît DAD et qui sont à l'origine d'un projet de sa dissolution.

3.2.1 Les effets de levier des FG gérés par la CCG

Le tableau qui va suivre retrace les différents effets de levier des FG sous la gestion de la Caisse Centrale de Garantie.

¹⁷ Le choix est relatif à la disponibilité de l'information

Tableau 13 : Les effets de levier pour les FG gérés par la CCG

Fonds de Garantie	Dotations des Fonds (X)	Coefficient Multiplicateur (M)	Taux de Couverture (C)	Risque maximum (X×M)	Concours Garantis (X×M/C)
Garantie CCG	400.000.000	12,5	0,5	-	-
ISTIMRAR	274.055.000	3	0,5	822.165.000	1.644.330.000
FOGALOGEPUB	400.000.000	12,5	0,4 ¹⁸	5.000.000.000	12.500.000.000
FOGALEF	350.000.000	50	1	17.500.000.000	17.500.000.000
FGIC	2.648.464	4	0,7	10.593.856	15.134.080
FOGARIM	500.000.000	8	0,7	4.000.000.000	5.714.285.714
FGPCJE	150.000.000	5	0,85	750.000.000	882.352.941
TOTAL	-	-	-	28.082.758.856	38.256.102.735

Source : réalisé à partir des données de la CCG, Octobre 2007 (Montants en dirhams)

Le chiffre 400 millions de dirhams du tableau représente les fonds propres de la CCG. Il représente les fonds propres de la Caisse lui permettant de couvrir la mise en jeu des garanties qu'elle accorde. Le multiplicateur est en effet le ratio Cooke de la CCG, limitant ses engagements à 12,5 fois ses fonds propres. Cette limite est supérieure à la norme qui est de 8%, ce qui montre une grande prudence.

Le chiffre de 38,3 milliards de dirhams représente le maximum de crédits pouvant être distribués par les différents FG, pour un risque maximum supporté de 28,1 milliards, mais sur une période qu'on ne peut pas déterminer.

Les dotations des Fonds présentées dans le tableau sont les dotations initiales amenées à changer. Le changement peut être positif si les Fonds réalisent des profits sur les placements financiers et qu'il n'y a pas beaucoup d'appel à la garantie des Fonds. Le changement peut aussi être négatif lorsque les partenaires font beaucoup d'appel à la garantie pour être indemnisés et que les produits financiers ne sont pas assez conséquents. Egalement, l'effet de levier aura tendance à changer dans le temps avec le changement des dotations.

¹⁸ Ce fonds couvre de sa garantie le crédit à hauteur de 20%, 40% et 60% selon la durée du prêt. Pour le besoin du calcul on a retenu la moyenne qui est égale à 40%.

En fait, les FG qui sont gérés par la CCG et DAD pour le compte de tiers sont des Fonds qui devront disparaître tôt ou tard, parce que c'est leur rôle de limiter le risque des banques et donc de le supporter surtout s'ils ne sont pas alimentés par l'Etat.

3.2.2 Garanties des Crédits d'Investissement CCG :

Le calcul de l'effet de levier n'est point significatif pour ce qui est des garanties adossées aux fonds propres. Il est toutefois possible d'évaluer l'utilisation de ces garanties par le biais des objectifs affichés par la CCG.

En effet, l'objectif annuel de la CCG en terme d'engagements de Garanties Crédits d'Investissement est de 500 millions de dirhams. Si on interroge l'historique, on trouve des engagements allant de 350 millions à 400 millions de dirhams entre 2003 et 2006, l'institution n'a donc pas atteint ses objectifs. De plus, l'objectif lui-même ne peut pas être qualifié d'ambitieux. La principale raison étant la complexité de la prévision.

3.2.3 Fonds de la restructuration financière -ISTIMRAR (2005)

L'effet de levier permis par ISTIMRAR est le suivant.

Fonds de Garantie	Dotations des Fonds (X)	Coefficient Multiplicateur (M)	Taux de Couverture (C)	Risque maximum (X×M)	Concours Garantis (X×M/C)	Niveau d'utilisation (octobre 2007)
ISTIMRAR	274.055.000	3	0,5	822.165.000	1.644.330.000	2,43%

Source : réalisé à partir des données de la CCG. (Montants en dirhams)

Le taux d'utilisation à fin octobre 2007 est calculé comme suit :

Les engagements agréés / Le plafond des engagements (X×M)

$$20.000.000 / 822.165.000 = 2,43\%$$

La dotation initiale de ce Fonds permet de garantir 1,64 milliards de dirhams de crédits, avec un volume d'engagements de 822 millions. Ayant près de deux années d'exercice, il n'a été utilisé qu'à hauteur de 2,43%, ce

qui est très peu, c'est pourquoi, une réflexion est menée pour re-paramétrer le fonds et le rendre plus souple d'accès.

3.2.4 Fonds de Garantie pour la Création de la Jeune Entreprise (2003)

L'effet de levier permis par le FGCJE est le suivant.

Fonds de Garantie	Dotations des Fonds (X)	Coefficient Multiplicateur (M)	Taux de Couverture (C)	Risque maximum (X×M)	Concours Garantis (X×M/C)	Niveau d'utilisation (octobre 2007)
FGCJE	150.000.000	5	0,85	750.000.000	882.352.940	24%

Source : réalisé à partir des données de la CCG. (Montants en De dirhams)

Les engagements agréés à fin octobre 2007 : 180.000.000

Le taux d'utilisation : $180.000.000 / 750.000.000 = 24\%$

La dotation initiale de ce Fonds permet de garantir 882 millions de dirhams de crédits. Pour plus de quatre années d'exercice, ce Fonds n'a été utilisé qu'à hauteur de 24%.

3.2.5 FG pour le Logement Education-Formation (2003)

L'effet de levier permis par le FAGALEF est le suivant.

Fonds de Garantie	Dotations des Fonds (X)	Coefficient Multiplicateur (M)	Taux de Couverture (C)	Risque maximum (X×M)	Concours Garantis (X×M/C)	Niveau d'utilisation (25/11/2004)
FOGALEF	100.000.000	50	1	5.000.000.000	5.000.000.000	27,16%

Source : réalisé à partir des données de la CCG. (Montants en dirhams)

Les engagements agréés au titre du FOGALEF au 25 novembre 2004 sont de 1.358 millions de dirhams.

Le taux d'utilisation : $1.358.000.000 / 5.000.000.000 = 27,16\%$

L'objectif annuel en terme d'engagements pour le FOGALEF est de 1.650 millions de dirhams.

Sur une année et demie d'exercice, le Fonds a réalisé 82% de l'objectif annuel. C'est une tendance relativement plus prometteuse que les autres Fonds analysés, eu égard aussi au taux d'utilisation. Le relatif succès de ce Fonds s'explique par le secteur cible, les bénéficiaires de la garantie et la couverture du risque pour la banque.

Au final, sur les trois Fonds analysés, on constate que le premier Fonds est très peu sollicité, le deuxième est très moyen et que le troisième est relativement en bonne voie.

3.3 La sous-utilisation est une notion globale

La sous-utilisation du mécanisme des FG est entendue dans un sens large. En effet, plusieurs sens sont visés par ce vocable.

Malgré les récentes créations de Fonds, le nombre de FG demeure limité relativement aux besoins croissants en couverture, aux risques et au resserrement des réglementations prudentielles des banques. Il y a aussi des domaines et des secteurs qui ont besoin de cette couverture pour pouvoir se restructurer et pour lesquels les pouvoirs publics n'ont pas encore instauré des Fonds dédiés. Il s'agit, entre autres, des FG pour le capital-investissement et des FG pour la consolidation de l'assise financière des SCM, comme ce qui se fait en France. Il est à noter cependant, que la création des Fonds dédiés au crédit pour le logement social est un point très positif, et il est en bonne marche.

Même si l'effet de levier permet une augmentation des chances de distribution des crédits, les dotations actuelles restent toujours en deçà des besoins en couverture des risques. Si les FG sont moins chers que les autres formes d'aides et d'encouragements aux crédits, comme les taux bonifiés, les subventions directes ou les compensations des prix des intrants, pourquoi ne pas développer davantage cette technique et surtout en élargissant son champ d'action.

La mise à niveau des entreprises est une situation transitoire, alors que le financement des investissements et des restructurations financière et productive est permanent. C'est pourquoi il est nécessaire de développer les FG indépendamment des situations qui sont censées être limitées dans le temps. On entend donc par sous-utilisation ici le peu de FG destinés aux financements, dans toutes ses formes et indépendamment de l'effet de mode. Il est souhaitable de déconnecter le mécanisme du contexte en vue de développer le réflexe FG et le généraliser chez les banques, qui sont les plus concernées et qui font le succès ou l'échec des Fonds.

3.4 Les facteurs susceptibles d'expliquer la sous-utilisation

Les problèmes de l'utilisation des FG sont corollaires des problèmes du financement en général et du financement des PME en particulier. Il ne s'agit pas de revenir sur les innombrables obstacles au financement des PME, comme l'insuffisante transparence au niveau des comptes, l'important volume des créances en souffrance, la frilosité des banques quant à financer des secteurs économiques jugés risqués, la faible structuration financière des PME et leur sous-capitalisation, le manque de garanties aux yeux des banques, la justice qui met les banques dans une situation moins confortable en terme de temps et de réactivité vis-à-vis de l'emprunteur, sans oublier la réglementation prudentielle contraignante et la liste n'est pas limitative.

Les raisons de cette faible utilisation sont à rechercher sur tous les niveaux. Au niveau de l'entreprise, de la banque, des FG et de l'Etat. Les entreprises qui ont des besoins de financement, et donc de garanties, sont généralement des entreprises de très petites tailles ayant des besoins assez faibles en terme de volume. Ce sont également des entreprises qui opèrent dans l'informel. Si les Fonds ne ciblent pas de manière à ce que les TPE soient acceptées pour la garantie, il y aura une certaine inadéquation entre offre et demande de garantie. Cette situation a pour effet que les structures qui sont censées être garanties par le FG ne le seront pas, et par conséquent il y aura une utilisation moindre de cette forme de couverture.

Une autre inadéquation est celle de la nature et de l'objet des financements garantis par le Fonds. Pour certains secteurs, ce sont surtout des financements à court terme qu'on recherche, alors que les Fonds ne

garantissent pas les crédits de cette nature ou très marginalement. Une autre forme est très demandée aussi par les PME, c'est la restructuration financière ou la transformation des termes de crédits avec le concours de la garantie des Fonds. Il y a enfin les besoins du renforcement du haut du bilan des entreprises, qui n'est pas, ou très faiblement, garanti par les Fonds.

Les entreprises ciblées par les FG ne sont pas toujours clairement définies, dans la mesure où les caractéristiques demandées en terme de capital et de chiffre d'affaires ne suffisent pas à les délimiter et surtout à atteindre les entreprises qui devront bénéficier de la garantie, et de même pour la prise en compte des spécificités régionales.

À ce stade, les écueils de l'utilisation des Fonds résident principalement dans la déconnexion entre ce qu'offrent les FG et ce que demandent les entreprises. Cependant, l'utilisation ou non des Fonds dépend en premier lieu de la banque, puisque c'est elle qui filtre les demandes de crédits et décide par la suite sur le transfert des dossiers aux FG pour aval.

La première décision est déjà très difficile. Il s'agit d'un filtrage draconien de la part des banques, qui sont frileuses et rechignent à donner des crédits aux PME. Parmi les raisons avancées par les banques, c'est que les entreprises n'ont pas de compétence humaine, ce qui fait qu'elles ne savent pas présenter des projets d'investissement bien ficelés et acceptables par la banque et aussi il ne sont pas transparentes en terme de comptes. Les banques parlent aussi de volume d'impayés très important relatif à la PME ou tout simplement de risque.

La deuxième décision, qui est celle du recours à la garantie des Fonds, n'est pas automatique. Les banques ont pris l'habitude de solliciter des garanties réelles, des cautions personnelles ou des délégations d'assurance que, même avec la garantie des Fonds, elles continuent à les demander. Il s'agit en fait d'un surdimensionnement des garanties exigées, ce qui freine la production des crédits et rend, par conséquent, inutile la garantie des Fonds.

Donc, le blocage se fait au niveau de la banque, puisque le FG est un instrument au service de celle-ci. Si le projet n'est pas acceptable, puisque

non viable aux yeux de la banque, le FG n'aura pas son mot à dire et ne pourra pas inciter la banque à donner le crédit, uniquement par sa garantie.

Faut-il aussi s'interroger sur la perception de la garantie institutionnelle par les banques, dans la mesure où elle ne trouve pas le succès escompté basé sur l'influence structurante exercée par les FG. Dans des expériences étrangères, cette garantie a été introduite progressivement dans les mœurs et les pratiques des banques, mais il a fallu à cela plusieurs années.

L'Etat a son rôle à jouer dans la mesure où c'est lui qui est censé abonder les institutions nationales de Fonds. Il s'agit pour l'Etat de développer davantage les FG afin de répondre aux attentes des entreprises en terme de garanties des crédits à court terme, de restructuration financière et d'intervention en fonds propres et ainsi, il aura commencé un processus de généralisation du mécanisme. La conséquence de la généralisation sera une plus grande confiance dans les Fonds, une consolidation des Fonds eux-mêmes par des dotations publiques régulières, et enfin une plus grande utilisation du mécanisme.

Conclusion et recommandations

Jusqu'à présent, et vu la jeunesse des FG au Maroc, il est très difficile de se prononcer de manière tranchée sur l'efficacité du mécanisme. Les seuls éléments dont on dispose pour l'heure, se limitent à d'imparfaits taux d'utilisation, de bilans de Fonds et de niveaux d'engagement.

Pour ne se limiter qu'à ces indicateurs, le constat de la sous-utilisation est bien là, avec une forte acuité pour la garantie des crédits d'investissement. Un autre indicateur, difficile à cerner, est celui du cycle d'activité du FG. En effet, la vie d'un fonds dépendra de son utilisation dès le démarrage et de son alimentation par de nouvelles dotations ou par les produits de placement. Il peut donc soit décéder rapidement, soit démarrer lentement et donc être sous-utilisé, soit entre les deux, c'est-à-dire un démarrage lent et une accélération après consolidation des ressources.

La sinistralité est un autre indicateur important. Il renseigne sur l'état des impayés des entreprises garanties. Il éclaire également sur la durée de vie potentielle du Fonds, dans la mesure où une sinistralité importante est mortelle pour tout système de garantie.

Sur le niveau d'utilisation, l'expérience française est édifiante pour le Maroc. Il a fallu une vingtaine d'années à la Sofaris pour qu'elle soit acceptée par le système financier français et surtout généralisée¹⁹.

Enfin, et pour récapituler, parmi les mesures nécessaires pour le renforcement de la garantie institutionnelle au Maroc, il y a :

- la nécessité de concentrer l'effort des dotations des FG sur une seule institution de garantie, avec le renforcement de cette dernière ;
- l'adoption par l'Etat d'une politique de dotations périodiques, ce qui pourrait constituer un signe de consolidation financière vis-à-vis des banques ;
- le développement de FG régionaux en collaboration avec les collectivités locales, le tout chapeauté par une contre-garantie au niveau national ;
- la recherche de l'efficacité par des méthodes de gestion de risques et de suivi des entreprises garanties ;
- des interventions variées des FG en réponse aux besoins financiers de l'entreprise, principalement dans les domaines suivants :
 - * création, développement, transmission et restructuration des PME et TPE,
 - * financements à court terme ;
 - * interventions en fonds propres ;
 - * renforcement de l'assise financière des SCM par une contre-garantie des FG.

¹⁹ Mission Economique de l'Ambassade de France au Maroc, présidence du comité des garanties du Fonds de Garantie Français.

- dans la mesure où les SCM rentrent dans le système national de garantie, leur développement et leur connexion avec les FG sont souhaitables ;
- l'abandon des garanties adossées aux fonds propres pour privilégier les FG dédiés. L'adossement aux fonds propres induit à des pertes d'exploitation, ce qui fait que l'institution de garantie est entre deux politiques :
 - * soit une grande prudence et donc l'utilisation de la garantie devient contestable ;
 - * soit une prise de risques importante et l'entrée dans le cycle « pertes et recapitalisations » qui est un facteur de perte de confiance des partenaires.
- une plus grande implication des partenaires des FG dans les discussions et les orientations relatives à la création, les changements ou la suppression des FG ;
- la plus grande partie de l'activité des FG doit être déconnectée des événements circonstanciels comme la mise à niveau. L'objectif est d'avoir des garanties disponibles, touchant tous les aspects de financements des entreprises et alimentées régulièrement. En effet, les outils de la mise à niveau sont des encouragements passagers, alors que l'investissement est une affaire de tous les jours.

BIBLIOGRAPHIE

LES OUVRAGES

- BASTIN, Jean: « Le paiement de la dette d'autrui, la caution, la garantie, les fonds de garantie, etc. » LGDJ 1999.
- BERRADA, Mohamed Azzedine : « Les techniques de banque, de crédit et de commerce extérieur au Maroc », SECEA 1999.
- BERNHEIM Yves, CAUDAL Jean-Paul, EGLIN François et SALIGNON Véronique : « Traité de comptabilité bancaire, doctrine et pratique », édition banque, 1993.
- CALVET, Henri : « Etablissements de crédit ; appréciation, évaluation et méthodologie de l'analyse financière », Economica, 1997.
- COUSSERGUES, Sylvie (de) : « Gestion de la banque », DUNOD, 2002.
- GIRARD, Laurence : « Les fonds de garanties et mutualisation des risques », directeur de la publication J-M. SERVET, Institut des Etudes Economiques, Université Lumière Lyon 2, Monnaie et Finance, Juin 1984.
- Les journées portugaises, Tome XLVII : « Les garanties de financements », Travaux de l'association Henri Capitant, LGDJ, 1996.
- LAURENT, Aynès : « Le cautionnement », 2^{ème} édition, Dalloz, 1997.
- MIMOUN, Chaqri : « Les garanties du crédit, au Maroc », Collection Banques et Entreprises, 1997.
- SEBTI, Kamal : « Fonds de garantie et développement du secteur privé au Maroc : portées et limites », Les éditions Sud Contact, 2002.

LES RAPPORTS ET LES PUBLICATIONS OFFICIELLES

- Les rapports d'activité de la Caisse Centrale de Garantie (CCG).
- Les rapports d'activité de Dâr Ad Damâne (DAD).
- Les rapports d'activité d'OSEO.

- Les rapports annuels de Bank Al-Maghrib.
- « Les établissements de crédit au Maroc » Bulletin trimestriel, supplément "Etudes", Bank Al-Maghrib, Mars 1999.
- « Le financement des PME », Ministère de l'Economie, des Finances, de la Privatisation et du Tourisme. Direction du Trésor et des Finances Extérieures, 2001.
- « Mission sur les systèmes de garantie au Maroc » SOFARIS-BDPME et l'Agence des PME de la CDC, deuxième semestre 2001.
- « Bilan de la mission de la BDPME (France) au Maroc ». Ministère des Affaires Economiques, des Affaires Générales et de la Mise à Niveau de l'Economie. Mars 2004.
- « Une approche synthétique de l'originalité et de l'intérêt des fonds de garantie », Ministère des Finances et de la Privatisation. Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation (DEPP), 2003.
- « Evaluation du financement de la PME au Maroc », document de travail n°91, Hind Louali. Ministère des Finances et de la Privatisation, Direction de la Politique Economique Générale (DPEG), Août 2003.

LES TEXTES DE LOIS ET LES REGLEMENTS :

- Dahir n°1-96-107 du 7 août 1996 portant promulgation de la loi n° 47-95 portant réorganisation de la Caisse Centrale de Garantie.
- Circulaire n°25/G/2006, de décembre 2006, relative au coefficient minimum de solvabilité des établissements de crédit.
- Circulaire n°19/G/2002, de décembre 2002, modifiée en décembre 2004, relative à la classification des créances et à leur couverture par les provisions.
- Circulaire n°3 de 2002, relative au coefficient maximum de division des risques des établissements de crédit.
- Circulaire n°24/G/2006, du 4 décembre 2006, relative aux fonds propres des établissements de crédit.

LES MEMOIRES

- Hervé Le Moine, « Sofaris, gestionnaire de fonds de garantie publics », mémoire en vue de l'obtention du diplôme d'expertise comptable, Paris. Novembre 1995.
- Nicolas BORGA, « la qualification de garantie autonome », mémoire DEA Droit Privé Fondamental, Université Jean Moulin Lyon 3, sous la direction du Pr. S. PORCHY-SIMON, 2001.

LES PERIODIQUES

- La lettre du Centre Marocain de la Conjoncture.
- Bulletin d'Information Périodique, Cabinet Masnaoui & Mazars.
- Revue d'Information de la BMCE
- La Vie économique.
- La MAP
- L'Economiste
- La Gazette du Maroc
- Maroc Hebdo International
- Le Matin

LES SITES INTERNET

- www.bkam.ma
- www.ccg.ma
- www.dardamane.ma
- www.oseo.com
- www.bdpme.fr
- www.finances.gov.ma
- www.affaires-generales.gov.ma

LIQUIDITE, PERFORMANCE ET DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES ACTIONS AU MAROC

Khalid HAMMES *

Hicham CHERRADI **

Mohamed Nizar EL KASMI ***

Introduction

Au Maroc, le financement de l'activité de production par les structures de marché est encore à ses premiers balbutiements. Toutefois, les trois dernières années ont été marquées par :

- une forte expansion des transactions financières, aussi bien sur le marché primaire ¹ que sur le marché secondaire ;
- une prédominance de plus en plus importante du marché central sur le marché de blocs ;
- la participation de la quasi-totalité des entreprises cotées à l'animation de la liquidité du marché ;
- la progression du rythme d'introduction de nouvelles entreprises issues de tous les secteurs d'activité économique ².

* Enseignant chercheur à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohamed V, Souissi, Rabat. E-mail : kh.hammes@um5s.ac.ma.

** CDVM. E-mail : hcerradi@cdvm.gov.ma

*** Enseignant chercheur à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohamed V, Souissi, Rabat. E-mail : nelkasmi@menara.ma

¹ Dans le sens du papier neuf nouvellement admis à la cote.

² Jusqu'à octobre 2007, le nombre d'entreprises cotées est de 70 (avec sept introductions en 2007).

Désormais, le marché financier marocain est de moins en moins porté par les encouragements et l'accompagnement des pouvoirs publics. Il est sur la voie de la maturité, c'est-à-dire qu'il tend à fonctionner comme la plupart des marchés structurés. Cette évolution positive renforce paradoxalement les interrogations soulevées depuis les premiers mouvements de modernisation du marché, entamées à partir de 1993, et principalement celles se rapportant à la relation suivante : le marché primaire alimente le marché secondaire et la dynamique de ce dernier améliore en retour l'attractivité du marché primaire. L'importance du développement de cette relation sera considérée comme un indicateur important de la maturité des activités de marché dans le système financier marocain.

L'analyse du développement du marché des actions au Maroc est abordée en quatre étapes :

- 1) une revue des fondements théoriques et des études empiriques ;
- 2) une analyse des indicateurs de développement du marché marocain ;
- 3) une analyse comparative par rapport aux marchés de la région ;
- 4) une tentative d'explication de la logique de développement du marché marocain.

Afin de réaliser ce travail, une approche analytique et comparative a été adoptée. L'outil économétrique n'a pas été utilisé à cause de l'absence d'un recul historique important³ et de la colinéarité qui existe entre les indicateurs retenus. Mais cela n'empêche l'utilisation des outils statistiques de base pour l'analyse et la comparaison.

³ La totalité des indicateurs sont annuels alors que la période d'analyse n'est que de 12 ans (de 1995 à 2006).

1- Rappel de la littérature théorique et empirique

La liquidité et la performance constituent les caractéristiques d'un marché secondaire. Ce dernier suppose l'existence préalable du marché primaire.

1.1. Le marché primaire et le marché secondaire

Le marché financier est le marché des capitaux à long terme. Il se compose de deux compartiments : le marché primaire et le marché secondaire⁴. Le marché primaire est le marché de l'émission de titres nouveaux (principalement actions et obligations). Bien que moins connu que le marché secondaire, il remplit une fonction importante à savoir celle de financement et d'allocation du capital. Le marché secondaire remplit un rôle différent et complémentaire : il assure la liquidité, la mobilité de l'épargne et l'évaluation permanente des titres cotés.

En assurant dans de bonnes conditions la mobilisation de l'épargne investie en valeurs mobilières, la bourse permet le bon fonctionnement du marché primaire⁵. En absence d'un marché secondaire, "les valeurs mobilières ne seraient qu'un piège dans lequel l'épargnant pourrait entrer sans pouvoir en sortir quand il le désire"⁶.

La distinction entre ces deux types de marché n'exclut pas un lien entre les deux. Au contraire, ce lien doit exister dans le sens où le marché primaire "ne saurait se développer, voir simplement exister, sans la présence d'un marché secondaire sur lequel les souscripteurs de valeurs mobilières et de titres négociables peuvent en cas de besoin et au prix, le cas échéant, d'une perte de capital, vendre leurs titres et retrouver leur liquidité. Ce marché secondaire doit être facilement accessible et donner toute garantie quant à la régularité des transactions"⁷.

⁴ Il existe plusieurs appellations : Bourse, marché de l'occasion,...

⁵ PILVERDIER-LATREYTE J., Le marché financier français, Economica, 1990, p. 12.

⁶ Jaquillat B. & Solnik B., Les marchés financiers et la gestion de portefeuille, Dunod, 1988.

⁷ Prissert P., Analyse et dynamique du marché des capitaux, Revue banque, 1995, P. 85.

La liquidité du marché ou du titre est une condition principale du lien qui peut exister entre le marché primaire et le marché secondaire. Plus un marché secondaire est liquide plus le financement par le marché primaire est à moindre coût.

1.2. La liquidité

La liquidité est une qualité "essentielle que doit offrir une bourse et représente, par là, la priorité de recherche des autorités boursières. Le rôle crucial prêté à la liquidité provient du fait que cette qualité est également désirable pour l'ensemble des autres acteurs (entreprises, investisseurs, intermédiaires, analystes,...) présents sur le marché financier. Un large consensus semble se dégager entre les différents participants quant à la place de choix à accorder à la composante liquidité"⁸.

Il est donc indispensable de cerner ce concept⁹ pour juger la satisfaction des intervenants et la compétitivité d'une place par rapport à une autre. Bien que la liquidité soit un concept qui a été étudié par plusieurs auteurs¹⁰, sa définition demeure ambiguë¹¹ et ses mesures sont variées¹². Les caractéristiques d'un actif liquide¹³ sont l'immédiateté¹⁴, la largeur¹⁵, la

⁸ EL KASMI M.N. (2000), La capitalisation boursière flottante d'actions : une condition objective de liquidité du marché central de la BVC (1993-1998), p. 1.

⁹ Ce travail n'a pas pour objet de détailler les fondements théoriques et les tests empiriques relatifs à la liquidité ; mais juste pour donner une idée sur la complexité du concept. Pour plus de détail veuillez consulter la bibliographie.

¹⁰ A titres d'exemple, Keynes (1930), Black (1971), Kyle (1985), Harris (1990), O'Hara (1995)...

¹¹ EL KASMI M.N. (2000), p. 8.

¹² DUBREUILLE S., Liquidité et formation des prix sur le MATIF, *Economica*, 2000, p. 111.

¹³ DUBREUILLE D., Liquidité et formation des prix sur le MATIF, *Economica*, 2000, p. 112.

¹⁴ L'immédiateté implique la possibilité d'acheter ou de vendre d'une manière instantanée un titre.

¹⁵ La largeur est la différence entre la meilleure offre et la meilleure demande (fourchette). Plus elle est réduite plus le titre est considéré comme liquide.

profondeur¹⁶ et la résilience¹⁷. Un marché liquide est un marché qui peut attirer plusieurs investisseurs qui, par conséquent, augmenteront, par leur activité, à nouveau la liquidité, créant ainsi un cercle vertueux¹⁸.

La multiplicité des facettes de la liquidité implique une diversité de sa mesure. A cet égard, il est possible de l'approcher à partir des indicateurs suivants :

- le volume de transaction
- le taux de rotation des titres ;
- la fréquence de cotation (en nombre moyen de transaction par jour) ;
- les coûts explicites d'exécution des transactions (commissions et taxes) ;
- les coûts implicites d'exécution des transactions (fourchettes et impact de marché)

Certain auteurs¹⁹ ont tenté d'élaborer un indicateur tenant compte de plusieurs facette de la liquidité. Mais, la plupart des auteurs se contentent de la comparaison des fourchettes relatives. Cette comparaison est généralement considérée comme la meilleure mesure du concept de liquidité²⁰.

¹⁶ La profondeur indique la quantité de titre qu'il est possible de négocier au prix affiché par le marché. Lorsque le niveau de cette quantité est important, l'opérateur peut acheter ou vendre sans aucun risque de subir une variation importante du cours.

¹⁷ La résilience est la capacité du marché à revenir rapidement à l'équilibre en cas de chocs aléatoires.

¹⁸ Pagano M., "Trading volume and asset liquidity", *Quarterly Journal Of Economic*, May 1989, p. 255-274, in DUBREUILLE S., *Liquidité et formation des prix sur le MATIF*, Economica, 2000.

¹⁹ A titre d'exemple, le Modèle de Kyle (1985) suppose que l'offre de liquidité est une relation linéaire entre les transactions et les variations du prix d'équilibre.

²⁰ S. DUBREUILLE, *Liquidité et formation des prix sur le MATIF*, Economica, 2000, p. 116.

Plusieurs études empiriques²¹ ont tenté d'analyser le niveau de liquidité des marchés financiers. Ces études se sont basées sur des données de microstructure des marchés pour faire des comparaisons entre les modes de cotations, entre les places,... Rares celles où les résultats sont convergents. La divergence est expliquée souvent par la méthodologie retenue par chaque auteur.

Ce travail n'a pas pour objet de se focaliser sur la liquidité du marché, mais de la prendre comme composante principale de sa dynamique. A cet effet, l'analyse est limitée à ses indicateurs élémentaires.

Si la liquidité pose un problème de définition et de mesure, la performance n'échappe pas à ce problème.

1.3. La performance du marché

La performance du marché, d'un portefeuille ou d'un titre est une composante principale de son développement et son attractivité. Elle est le résultat de son évolution et elle détermine sa dynamique. Elle est souvent confondue avec la rentabilité²². Or, dans la littérature économique et financière, la performance ne se limite pas à la rentabilité²³ d'un titre, d'un portefeuille ou d'un marché, elle intègre aussi le risque²⁴.

En effet, le développement de la finance moderne montre qu'à la frontière d'efficience au sens de Markowitz ou Sharpe²⁵, un titre ou un portefeuille qui affiche une rentabilité assez élevée doit être un titre ou un portefeuille assez risqué (cas du marché d'actions). Inversement, un titre ou

²¹ Amihud et Mendelson (1987), Admati & Pfleiderer (1998), Brock & Lleidon (1992), Hamon & Jacquillat (1992), Handa (1992), McNish et Wood (1992), Peterson et Sears (1992), Ederindton & Lee (1993), Berry et Howe (1994), Lehmann et Modest (1994), Webb & Smith (1994), Hamet (1995), Pirrong (1996), Shyy & Lee (1995).

²² Dans ce travail, la performance est retenue dans le sens de rentabilité du marché qui est mesurée par l'indice du marché.

²³ La rentabilité exprime le revenu du titre et la plus value ou la moins value dégagée lors d'une période donnée.

²⁴ Le risque d'un titre exprime la volatilité de son cours. Elle est généralement mesurée par la variance ou l'écart type des taux de rentabilité.

²⁵ Cobbaut R. (1997), Théorie financière, Economica, Paris, 4^{ème} Ed.

un portefeuille moins rentable est un titre ou un portefeuille moins risqué (cas du marché des titres publics) ²⁶.

La performance ²⁷, au sens du couple risque-rendement, détermine l'interaction entre le marché primaire et le marché secondaire. En effet, en présence d'une tendance haussière ²⁸ (marché secondaire), une entreprise a assez de chance de réussir son introduction en Bourse ou, d'une manière générale, son appel public à l'épargne (marché primaire). L'épargnant, de son côté, est mieux attiré par le climat de confiance et par la rentabilité potentielle d'un investissement en valeurs mobilières. Par contre, en présence d'une tendance baissière, les chances de réussite d'un appel public à l'épargne ou d'une rentabilité potentielle, à court terme d'un investissement en valeurs mobilières, sont assez réduites.

Ainsi, la liquidité et la performance déterminent l'interaction entre le marché primaire et le marché secondaire.

Cette interaction est-elle présente dans le marché marocain des actions ?

2- Le marché marocain des actions

L'évolution d'un marché peut être approchée par plusieurs indicateurs élémentaires et composites. Ils peuvent être analysés séparément ou groupés. Comme le nombre d'indicateurs est élevé, il est utile de les regrouper par type d'indicateurs. Dans ce travail, quatre types d'indicateurs ont été retenus : la taille, la liquidité ou l'activité, la performance et le financement de l'économie.

²⁶ Cette situation n'est envisageable qu'en présence d'un niveau d'efficience élevé. Or, en réalité, c'est la présence des moments de non efficience qui permet aux acteurs de faire des arbitrages et, par conséquent, de participer à la transmission de l'information et à l'amélioration de la liquidité du marché.

²⁷ Comme la notion de performance intègre la rentabilité et le risque, sa mesure peut être faite à partir de la droite de marché, de la méthode de Treynor, de la méthode de Jensen ou celle de Sharpe. Pour plus de détail voir Jaquillat B. & Solnik B., Les marchés financiers et la gestion de portefeuille, Dunod, 1988.

²⁸ Une tendance haussière exprime une croissance soutenue de l'indice de Marché.

2.1. La taille du marché

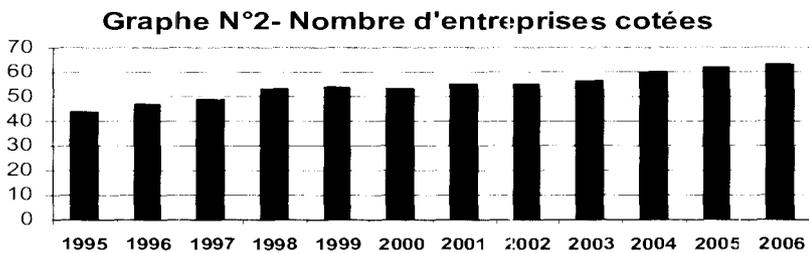
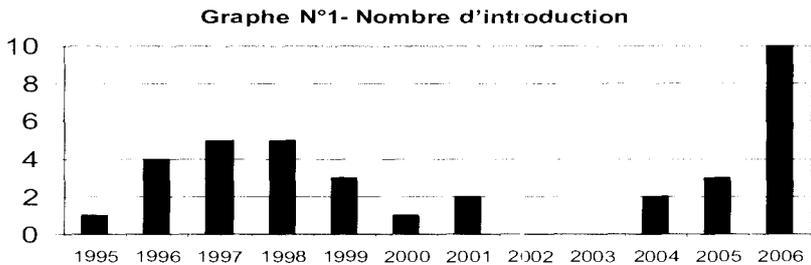
Trois indicateurs ont été retenus pour mesurer la taille du marché et sa dynamique : le nombre d'entreprises introduites en bourse, le nombre d'entreprises cotées et le ratio de capitalisation boursière sur le PIB.

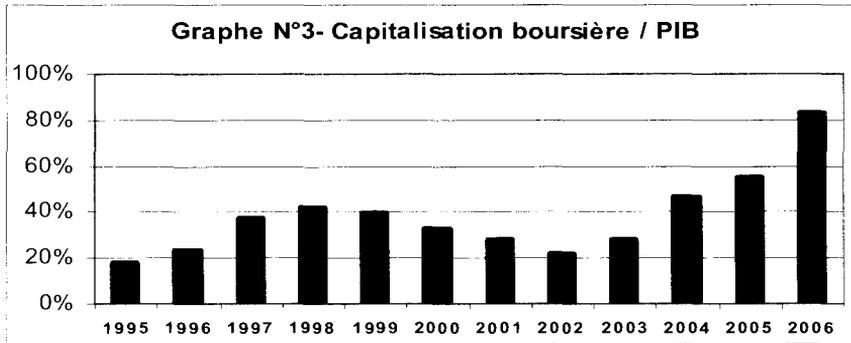
L'évolution de ces indicateurs de 1995 à 2006 est reproduite dans le tableau ci-dessous et illustrée dans les graphes ci-après.

Tableau N°1 : Indicateurs de taille du marché marocain des actions

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nombre d'entreprises introduites à la cote	1	4	5	5	3	1	2	0	0	2	3	10
Nombre d'entreprises cotées	44	47	49	53	54	53	55	55	52	53	54	63
Capitalisation boursière/ PIB en %	17,99	23,63	37,20	42,20	39,91	32,42	27,85	21,90	27,57	46,55	55,09	82,59

Source : CDVM et Bourse de Casablanca





L'évolution du ratio capitalisation boursière montre que la bourse Casablanca a connu trois phases : de 1995 à 1998, de 1999 à 2002 et de 2003 à 2006. Le sens de l'évolution de la première phase est opposé à celui de la deuxième mais ils ont presque le même rythme. Le rythme d'évolution de la dernière phase est très élevé. Le ratio est passé de 21,85% à 82,59%. Il a été presque quadruplé au cours de quatre années. Cette évolution exceptionnelle peut être expliquée par l'évolution du nombre d'entreprises cotées qui est passé de 55 à 63, suite aux introductions, et par la taille exceptionnelle de l'entreprise de Maroc Telecom²⁹. Un parallélisme est affiché entre l'évolution du ratio de capitalisation boursière et le nombre d'introduction en bourse.

L'évolution de la taille de marché est-elle suivie par celle de la liquidité ?

2.2. La liquidité du marché

La liquidité du marché est analysée à partir du volume de transaction, du ratio de liquidité (ou taux de rotation), du nombre de contrat

²⁹ Le poids de la capitalisation boursière de cette dernière dans la capitalisation boursière totale de la bourse a été de 27,29% en décembre 2006 (Source : Bourse de Casablanca).

et du poids du marché central ³⁰. Le tableau suivant et les graphes ci-après présentent l'évolution de ces indicateurs de 1995 à 2006.

Tableau N°2 - Indicateurs de liquidité du marché marocain des actions

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Volume de transactions ^{# Ψ}	10360	9115	13829	24080	41903	15495	9862	10210	22644	32342	72093	78916
Ratio de liquidité ³¹ (%)	1,30	2,38	4,04	4,16	9,02	5,75	5,24	10,65	20,79	11,94	21,15	18,30
Nombre de contrat ³²	ND	20215	45773	60784	78966	56907	53954	38357	37266	72102	159454	237752
Poids du marché central (%)	10,97	45,78	36,59	26,09	29,73	37,59	55,66	33,59	14,64	44,05	38,11	86,09

Source : CDVM et Bourse de Casablanca

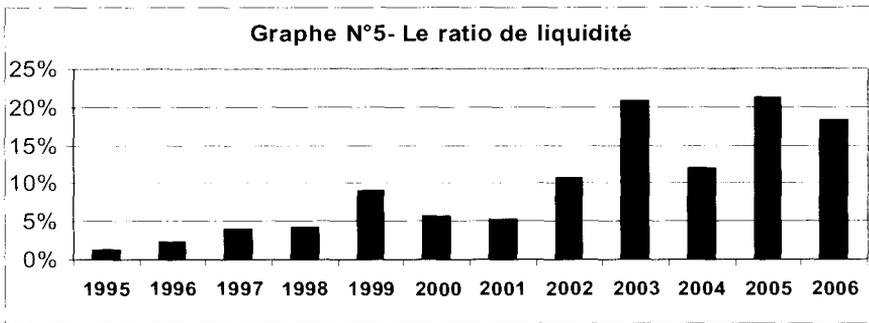
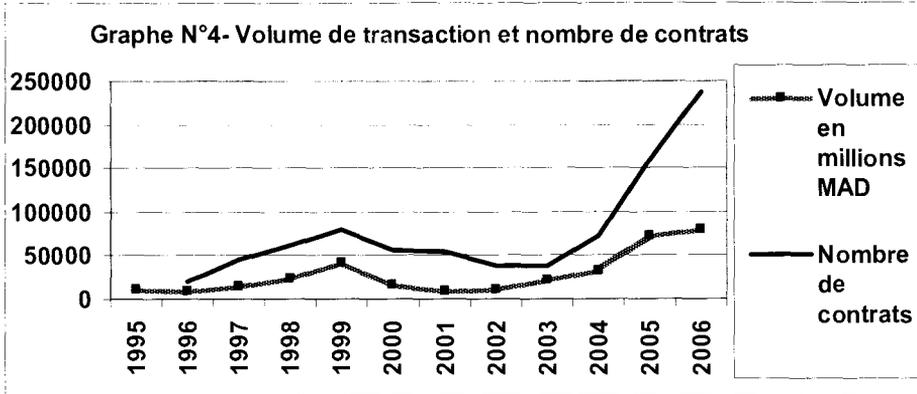
³⁰ Le poids du marché central est le rapport entre le volume des transactions réalisées dans le marché central sur le volume total (marché central et marché de blocs).

[#] En millions de Dirham

^Ψ Volume non doublé.

³¹ Le ratio de liquidité est une moyenne mobile du volume mensuel non doublé des marchés central et de bloc sur la capitalisation fin de mois, calculée sur une année glissante (Bourse de Casablanca). Avant 2001, il est calculé à partir du rapport du volume non doublé sur la capitalisation boursière de fin d'année.

³² Le nombre de contrat est limité au marché central. Le marché de blocs n'a pas été retenu du fait que le nombre de contrat de transactions passées par ce marché est par nature limité.

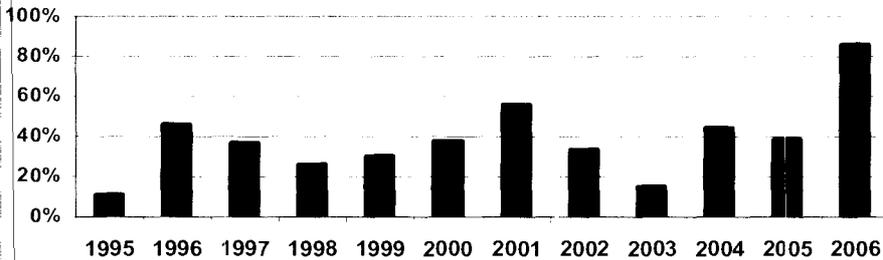


L'indicateur volume de transaction a connu une phase de croissance (de 1995 à 1999), suivie d'une phase de chute du volume (de 2000 à 2001) et enfin une phase de croissance accélérée (de 2002 à 2006).

L'indicateur nombre de contrats a connu la même évolution ; mais, avec une phase de chute plus longue (de 2000 à 2004) et une phase de croissance exponentielle à partir de 2004.

Le ratio de liquidité a connu un rythme de développement moins important que celui du volume de transactions. Cette évolution peut s'expliquer par le fait que ce dernier est une valeur absolue qui peut augmenter suite aux introductions en bourse ; alors que le premier est une

Graphe N°6-Poids du marché central



valeur relative (un ratio) qui est déterminée par le volume et la capitalisation boursière. Lorsque cette dernière est assez importante, le ratio perd sa valeur.

L'évolution du ratio poids du marché central est plus erratique que celle des trois premiers indicateurs. Jusqu'à 2003, ce poids était souvent inférieur à 40%. Mais à partir de 2004, il devient plus important pour dépasser 85% en 2006.

Enfin, malgré l'évolution différentielle des quatre indicateurs, les graphes illustrent et confirment les trois phases identifiées lors de l'analyse de la taille du marché. Qu'en est-il de la performance ?

2.3. La performance

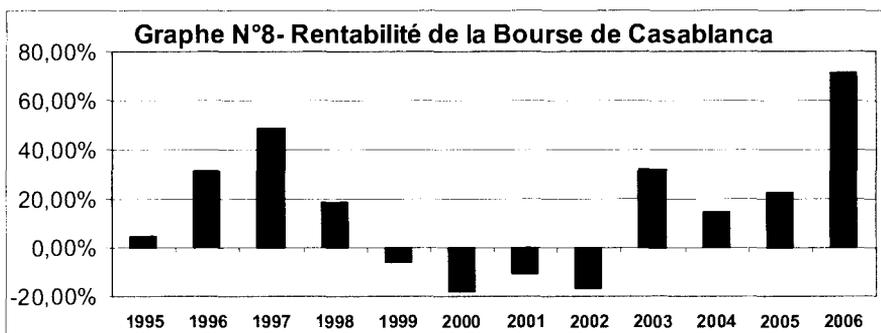
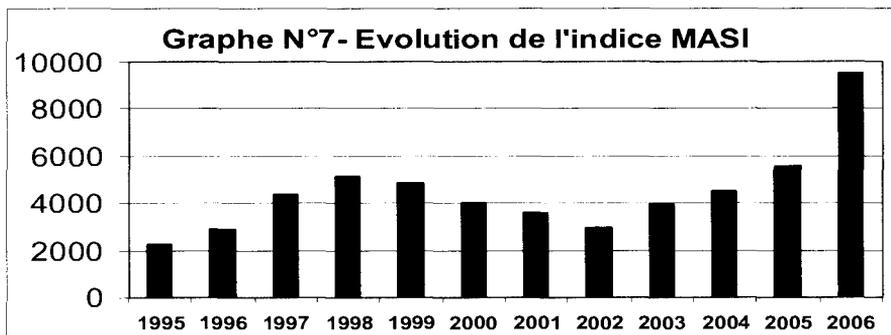
Le MASI, est l'indice retenu pour mesurer la performance de la Bourse de Casablanca³³. Le tableau suivant présente son évolution ainsi que celle du taux de rentabilité annuelle alors que le graphe ci-après illustre cette évolution.

Tableau N°3 – Le MASI et la rentabilité du marché marocain des actions

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
MASI	2223	2913	4340	5163	4865	3995	3568	2980	3943	4521	5539	9479
Taux de rentabilité	4,95	31,04	48,99	18,96	-5,77	-17,88	-10,69	-16,48	32,32	14,66	22,52	71,13

Source : Bourse de Casablanca

³³ Pour plus de détail sur les indices de la bourse de Casablanca, veuillez consulter le site Internet de la Bourse de Casablanca : <http://www.casablanca-bourse.com>.

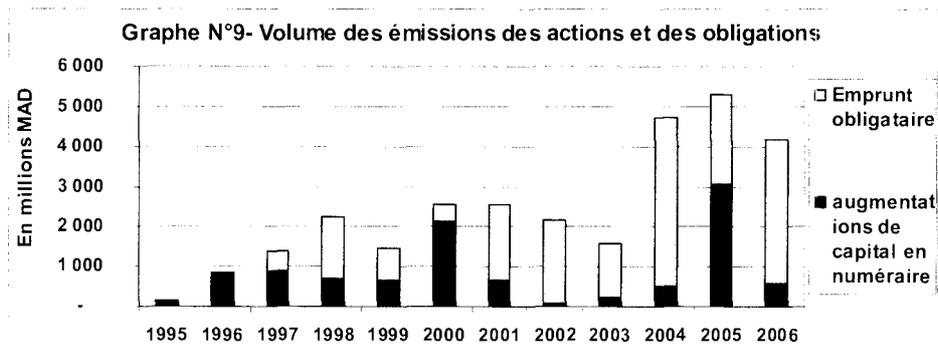


L'évolution du MASI de 1995 à 2006 montre trois phases quadriennales : une phase de rentabilité positive (de 1995 à 1998) suivie d'une phase de correction (de 1999 à 2002) et d'une phase de retour à la rentabilité positive (de 2003 à 2006). Elle montre aussi que le marché marocain est un marché rentable (une rentabilité moyenne de 16,15%) ; mais assez volatil (27,28%).

2.4. Le financement

La fonction de financement de l'économie assurée par le marché financier peut être appréciée par le volume des ressources nettes prélevées sur le marché (action et obligations). Ce volume peut être relativisé par

rapport au volume des investissements ou par rapport à la formation brute de capital fixe (FBCF). Les graphes 9 et 10 ci-dessous illustrent l'évolution des ces indicateurs.

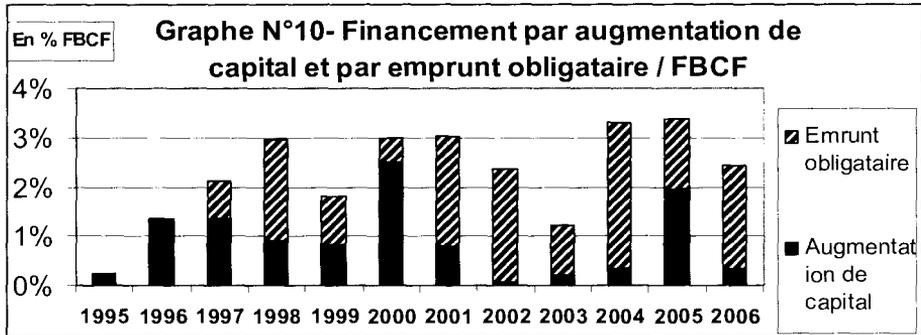


Source : Bourse de Casablanca et CDVM

En terme absolu, le marché financier marocain a participé au financement direct des entreprises sous forme d'augmentation de capital ou d'émission d'emprunt obligataire³⁴. Il a drainé une épargne substantielle de l'ordre de 2,4 milliards de Dirhams en moyenne annuelle.

La distinction entre les actions et les obligations montre que le premier mode de financement direct représente, en moyenne, 36% ; alors que la part du second est 64%.

³⁴ Malgré leur poids important, les titres de créance négociables n'ont pas été retenus dans ce travail du fait que le volume des émissions est dominé par les certificats de dépôt émis par les banques (41% en moyenne durant la période 1996-2006) et les bons de société de financement (38% durant la période 1996-2006).



Source : Bourse de Casablanca, CDVM et Bank Al Maghrib.

L'évolution de l'indicateur de financement en terme absolu suit le même sens que celle du ratio de financement sur la formation brute du capital fixe. Mais, le niveau de ce ratio montre que le financement direct reste très faible au Maroc³⁵. Le financement par augmentation de capital est en moyenne inférieur à 1% (0,97%) et celui par emprunt obligataire est en moyenne de 1,63% de la FBCF. En plus de cette faiblesse du niveau de financement direct par le marché financier, la majorité des entreprises qui ont lancé des opérations de souscription en action ou en obligation sont des institutions financières (banques et société de financement cotées)³⁶.

L'évolution de l'indicateur de financement confirme les trois phases d'évolution du marché marocain : une croissance (de 1995 à 1998), une chute (de 2000 à 2003) et un redressement (2004 et 2005).

³⁵ Sur le plan méthodologique, la comparaison du marché marocain au marché français risque de ne pas avoir de sens du fait de l'immense écart de développement entre les deux. Mais, le recours au cas français peut être utilisé à titre de référence, surtout lorsque les données sont décalées dans le temps. Le rapport entre les émissions nettes de valeurs mobilières et la FBCF, en moyenne, est passé de 8% à 30% entre les années soixante-dix les années quatre-vingt (PILVERDIER-LATREYTE J., Le marché financier français, Economica, 1990, p. 11).

³⁶ Alaoui F. Z. & HAMMES Kh., "La réforme du secteur financier marocain : dix ans déjà", Journée d'étude sur "L'accord de libre échange Maroc-Union européenne : trois ans déjà", FSE-Université Mohammed V-Souissi (Rabat, mars 2003).

Ainsi, l'analyse des quatre types d'indicateurs du marché marocain des actions de 1995 à 2006 a confirmé qu'il est passé par trois phases :

1. Une phase de croissance (de 1995 à 1998) de tous les indicateurs du marché suite aux effets de la réforme entamée à partir de 1993 ;
2. Une phase de correction (de 1999 à 2002) d'une grande amplitude de l'ensemble des indicateurs, mais qui a duré dans le temps ;
3. Une phase de reprise (de 2003 à 2006) qui enregistre un rythme de développement très élevé de tous les indicateurs boursiers (surtout durant les deux dernières années)³⁷.

L'évolution du marché des actions au Maroc peut être relativisée par rapport à celle des marchés de la région et par rapport à l'interaction entre le marché primaire et le marché secondaire.

3. Le marché marocain des actions et les marchés de la région

Quatre marchés de la région méditerranéenne ont été retenus pour effectuer de la comparaison : Amman, Cairo & Alexandria, Istanbul et Tel-Aviv. La comparaison par rapport aux marchés de la région est effectuée en fonction de la disponibilité des données³⁸. Elle touche les indicateurs de taille, de liquidité et de financement.

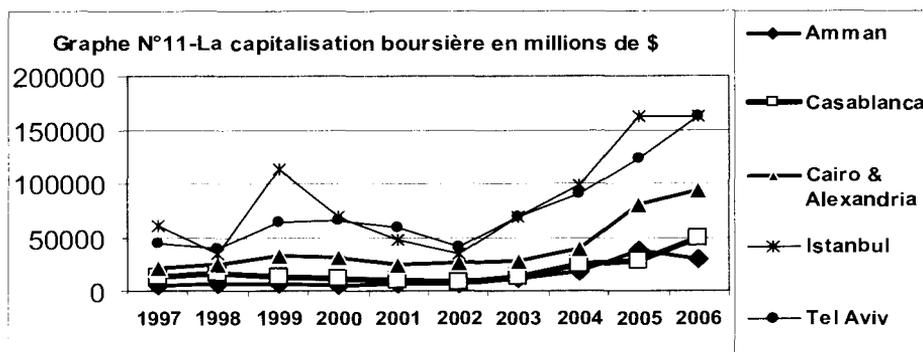
3.1. La taille des marchés

La taille du marché est analysée à partir de la capitalisation boursière, du ratio capitalisation sur le PIB et le nombre d'entreprises cotées.

³⁷ L'année 2007 a confirmé une croissance très rapide de tous les indicateurs boursiers.

³⁸ **Source** : La fédération internationale des bourses de valeurs, <http://www.world-exchanges.org>.

Le graphe suivant illustre l'évolution de la capitalisation boursière.



Source : FIBV

En terme absolu, la comparaison par rapport aux marchés de la région montre que le niveau de la capitalisation boursière de Bourse de Casablanca est très faible, d'un côté ; mais qu'il s'est amélioré durant les deux dernières années, d'un autre côté. Cette faiblesse peut être expliquée par le nombre d'entreprises cotées.

Tableau N°4- Nombre d'entreprises cotées

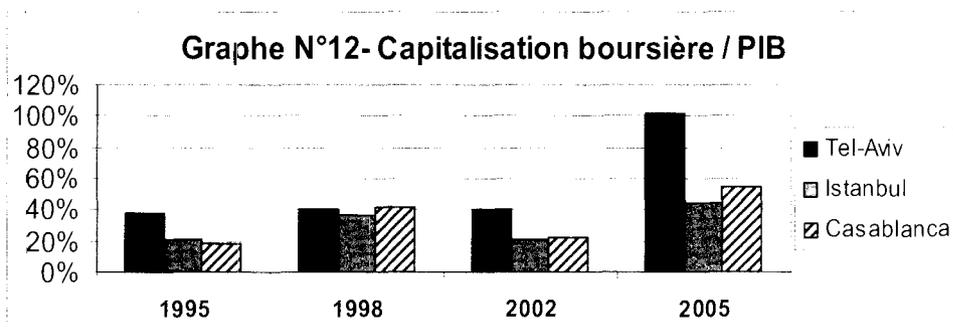
Marchés	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Amman	138	150	151	163	161	158	161	192	201	217
Casablanca	49	53	54	53	55	55	52	53	54	63
Cairo & Alexandria	654	870	1033	1076	1110	1151	978	795	744	595
Istanbul	259	278	286	316	311	289	285	297	304	316
Tel-Aviv	659	662	654	665	649	624	577	578	584	606

Source : FIBV

Les données du tableau ci-avant montrent que le nombre d'entreprises cotées reste très limité au Maroc par rapport aux marchés de la région. Ce qui pose le problème de représentativité de la bourse. Durant les années 2006 et 2007, le rythme d'introduction de nouvelles entreprises a été élevé et il a touché tous les secteurs d'activité économique. Ce qui a fait monter le nombre entreprises cotées³⁹ à 70 en 2007.

³⁹ Bourse de Casablanca (statistiques d'octobre 2007)

La prise en considération du ratio de capitalisation boursière peut aider davantage à nuancer le dynamisme de la région. Le graphe suivant illustre l'évolution du ratio de capitalisation boursière sur le PIB dans trois marchés :

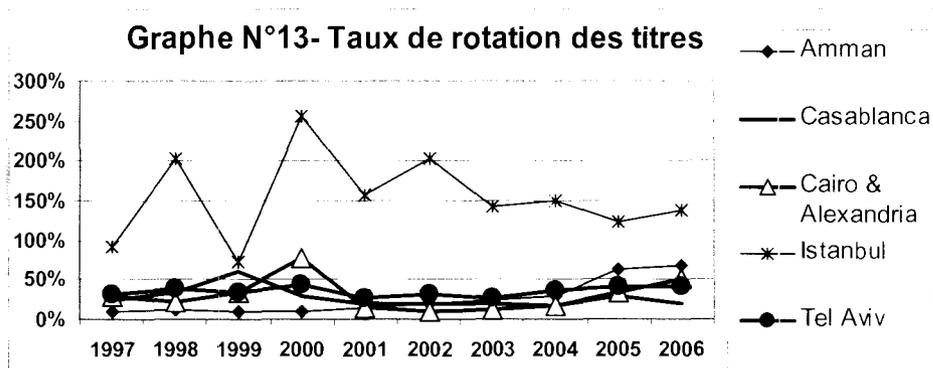


Source : FIBV

Même avec un retard de développement significatif durant les années quatre-vingt-dix, la Bourse de Casablanca est arrivé rattraper et dépasser le marché turc. Mais, elle reste en deçà du marché israélien.

3.2. La liquidité des marchés

La comparaison des marchés de la région est basée sur l'indicateur taux de rotation des titres comme le montre le graphe suivant.

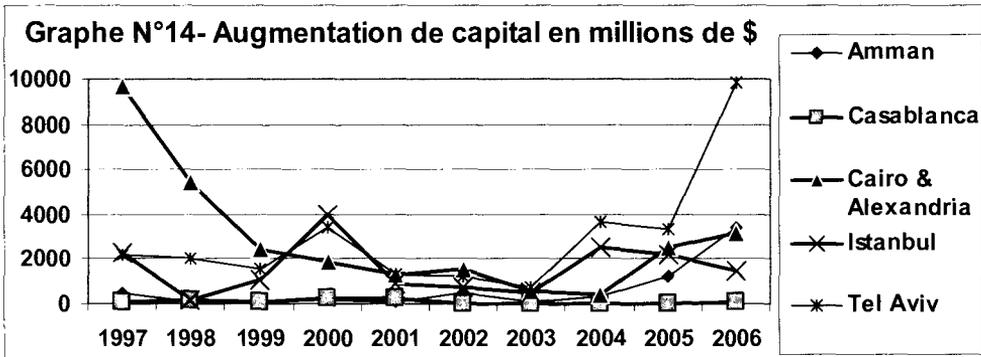


Source : FIBV

Si la liquidité de la Bourse de Casablanca a été relativement supérieure que celle d'Amman et du Caire durant les années quatre-vingt dix ; elle devient inférieure à partir de 2001. La Bourse de Tel-Aviv et celle d'Istanbul sont restées toujours plus liquide que celle de Casablanca.

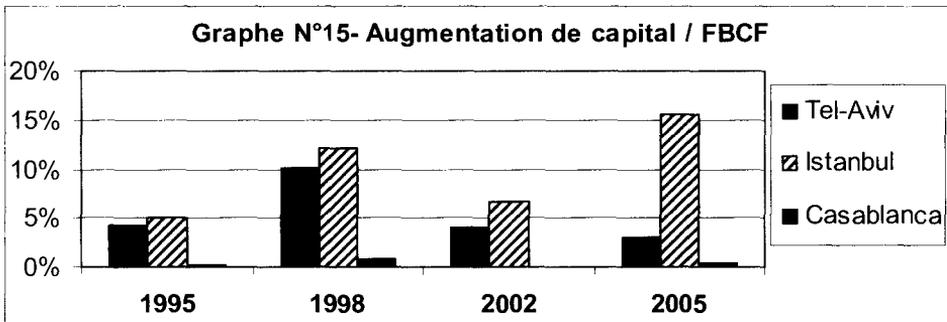
3.3. Le financement par le marché

L'évolution de l'émission de nouveaux titres reste négligeable par rapport à celle des marchés de la région comme le montre le graphe suivant :



Source : FIBV

La courbe qui illustre l'évolution de l'augmentation de capital en numéraire à la Bourse de Casablanca est presque toujours très proche de l'axe des abscisses. Ce constat est renforcé par le graphe suivant.



Source : FIBV

Avec un ratio d'augmentation de capital sur la FBCF qui n'arrive pas à attendre 1%, il est difficile de retenir un rôle de financement joué par la Bourse de Casablanca.

Ainsi, à partir de la comparaison du marché marocain des actions aux quatre marchés de la région, il est possible d'avancer que sur toute la période d'analyse retenue, et ce de manière globale, le marché marocain, est classé parmi les derniers de l'échantillon en termes de nombre d'entreprises cotées, de financement et de liquidité. Toutefois, le rythme de développement du marché marocain des actions est parmi les plus élevés de l'échantillon, surtout durant les dernières années.

Le marché marocain des actions soulève ainsi la question de la logique de son évolution.

4. Essai d'explication du développement du marché marocain des actions

L'explication de la logique de développement du marché marocain des actions peut être effectuée à partir de la dynamique des deux marchés (marché primaire et marché secondaire) et le lien statistique entre les indicateurs des deux marchés.

4.1. Dynamique des deux marchés

L'ensemble des indicateurs retenus montre que le marché boursier marocain est passé par trois phases : de 1995 à 1998 (hausse), de 1999 à 2002 (baisse) et de 2003 à 2006 (hausse accélérée). Cette évolution, d'apparence "cyclique", est révélatrice de plusieurs hypothèses explicatives de la dynamique entre le marché primaire et le marché secondaire.

- Durant la première phase, le marché a été dopé par les introductions en bourse (augmentation de capital et privatisations) et le lancement des OPCVM. En effet, en période de hausse généralisée des cours, les entreprises non encore cotées lancent des opérations d'émissions de titres pour une introduction par une augmentation de capital ou par une

offre publique de vente et les entreprises cotées lancent des augmentations de capital en numéraire ou des emprunts obligataires. Comme le marché est très demandeur de papier neuf et comme les opérations d'introduction sont proposées souvent avec une décote, la totalité des opérations ont eu un succès. Ce qui permet une entrée massive d'investisseurs sur le marché. Avec une demande plus importante, suite au lancement des OPCVM, que l'offre, la performance et la liquidité du marché s'améliore temporairement. Mais, en absence de nouveaux titres d'entreprises cotées ou d'entreprises en cours d'introduction, les investisseurs à court terme liquident les titres achetés et les investisseurs à moyen et long terme continuent à ramasser les titres. Cette situation renforce le déséquilibre structurel entre l'offre et la demande d'un part et limite la liquidité du marché d'autre part. Ce qui permet de créer les conditions d'une bulle financière. L'éclatement de la bulle permet un changement de tendance.

- Durant la deuxième phase de correction, l'offre devient plus importante que la demande. Les investisseurs fuient le marché des actions : la baisse de l'indice est accompagnée d'une baisse de la liquidité du marché. Il est difficile dans ces conditions de réussir une émission de titres sur le marché primaire à l'exception d'une décote assez importante ou le lancement d'un emprunt obligataire. Afin de sortir de ce cercle vicieux, les opérateurs sollicitent l'intervention des autorités publiques. D'où le lancement de nouvelles mesures pour dynamiser le marché. La sortie de ce cercle passe souvent par de nouvelles introductions et non pas par une dynamique du marché primaire des sociétés cotées.
- Suite aux mesures législatives, réglementaires, fiscales et aux techniques incitatives des entreprises, le marché financier marocain a pu sortir de sa léthargie et se lancer ainsi dans une troisième phase haussière sur les deux compartiments de marché. La dynamique du marché primaire alimente à nouveau celle du secondaire.

Ainsi, au lieu d'avoir un cercle vertueux de liquidité et de financement de l'économie via l'interaction entre le marché primaire et le marché secondaire, le marché des actions marocain tend souvent vers un

cercle vicieux. Le marché primaire alimente le marché secondaire en nouveaux titres. Mais la dynamique du second n'arrive pas à stimuler le premier du fait que la quasi-totalité des entreprises cotées ont un haut de bilan qui ne traduit pas un besoin de financement à court terme et même à moyen terme.

Cette relation entre les deux marchés est-elle vérifiée statistiquement ?

4.2. Les liens statistiques entre le marché primaire et le marché secondaire

L'analyse statistique des indicateurs des deux compartiments de marché est limitée au coefficient de corrélation⁴⁰. La corrélation est calculée entre la liquidité et la performance du marché, entre le financement et la performance du marché et entre le financement et la liquidité.

- Sur toute la période 1996-2006, le coefficient de corrélation entre le nombre de contrat et le niveau du MASI est de 94% (liquidité et performance).
- En excluant l'année 2006, le coefficient de corrélation entre le volume des augmentations de capital en numéraire et la performance du marché (MASI) est de 55%. Ce coefficient passe à 77% lorsqu'on intègre la totalité des formes d'appel public à l'épargne⁴¹ (financement et performance).
- Le coefficient de corrélation entre le volume de l'appel public à l'épargne et le nombre de contrat est de 88% (financement et liquidité).

⁴⁰ Les résultats de l'analyse statistique sont donnés à titre indicatif. Ils indiquent une corrélation et non pas une relation de cause à effet. Aucun test de stationnarité des séries n'a été effectué. Le nombre limité des observations ne permet pas d'effectuer des tests économétriques.

⁴¹ Augmentation de capital en numéraire, emprunt obligataire et TCN.

Statistiquement, les variables de liquidité, de performance et de financement sont significativement corrélées. Les corrélations sont toutes positives. C'est à dire que plus le marché est performant, plus il est liquide et plus le financement est important. Inversement, lorsque la performance est négative, la liquidité se détériore et le financement est très faible. Mais, cette corrélation n'indique pas le sens de la relation.

Conclusion

Malgré le très faible niveau du développement du marché primaire au Maroc, sa dynamique arrive à doper celle du marché secondaire. Comme la dynamique de ce dernier n'arrive pas à durer dans le temps, du fait des limites objectives de l'économie réelle, la performance et liquidité du marché se détériorent. En absence, à moyen et à long terme, des besoins de financement long des entreprises cotées, le marché secondaire n'arrive pas encore à créer un effet retours sur le marché primaire.

Sur le plan régional, le marché financier marocain est arrivé à mieux se positionner durant les trois dernières années et dépasser ainsi son mauvais classement par rapport à l'échantillon des marchés de la région méditerranéenne durant les années quatre-vingt-dix.

En fin, même avec un niveau de financement faible, le marché financier marocain est arrivé à instaurer un processus d'apprentissage de tous les acteurs à la dynamique de la finance directe : les émetteurs et les investisseurs attendent une conjoncture favorable sur le marché secondaire pour intervenir sur le marché primaire. L'injection du papier neuf à travers ce dernier donne toujours une dynamique au marché secondaire. Mais, cette conjoncture favorable reste toujours déterminée par la maturité et l'autonomie des différents acteurs.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- BIAIS B., FOUCAULT T. et HILLION P. (1997), Microstructure des marchés financiers – Institutions, modèles et tests empiriques, PUF, Paris.
- BOUCHAUD T.P. & POTTERS M. (1997), Théorie des risques financiers, Aléa-Sacalay, Paris.
- COBBAUT R. (1997), Théorie financière, ECONOMICA, Paris, 4^{ème} Ed. Paris.
- DUBREUILLE S., Liquidité et formation des prix sur le MATIF, Economica, 2000
- HAMON J. et JACQUILLAT B. (1992), Le marché français des actions : Etude empiriques 1977-1991, PUF, Paris.
- HAMON J. et JACQUILLAT B. (1994), Recherche en Finance du CEREG, ECONOMICA, Paris.
- JAFFEUX C., Bourse et financement des entreprises, Dalloz, 1994.
- Jaquillat B. & Solnik B., Les marchés financiers et la gestion de portefeuille, Dunod, 1988.
- PILVERDIER-LATREYTE J., Le marché financier français, Economica, 1990.
- PRISSERT P., Analyse et dynamique du marché des capitaux, Revue Banque, 1995.

Thèses de doctorat

- CHERRADI H. (2000), La création du second compartiment de la BVC : une analyse à la lumière de la théorie financière et l'expérience française, U.F.R. Monnaie-Finance-Banque, FSJES Rabat-Agdal.
- EL KASMI M.N. (2000), La capitalisation boursière flottante d'actions : une condition objective de liquidité du marché central de la BVC (1993-1998), U.F.R. Monnaie-Finance-Banque, Rabat-Agdal.
- HAMMES Kh. (2001), L'applicabilité du modèle de marché à la Bourse des Valeurs de Casablanca (1992-1998), U.F.R. Monnaie-Finance-Banque, FSJES Rabat-Agdal.

- SERHANI S. (2000), *Essaie d'analyse des facteurs internes du développement de l'investissement en titres d'OPCVM au Maroc*, U.F.R. Monnaie-Finance-Banque, FSJES Rabat-Agdal.

Articles

- ARTUS P. (1990), « La formation des prix sur les marchés financiers : mécanismes de base et anomalies », *Problèmes économiques*, N°2167, 21 mars, p. 27-32.
- BOURGUIGNON F., CONXICOEUR P. & SEQUIER P. (1994), « Marché émergents d'actions : prévisibilités et incertitudes », *Revue d'économie financière*, N° 30, Automne, p. 85-115.
- BOYER M., CHERKAOUI M. & GHYSELS E. (1997), *L'intégration des marchés émergents et la modélisation des rendements des actifs risqués : une étude appliquée à la Bourse des valeurs de Casablanca*, *L'activité économique*, Vol. 73, N° 1-2-3, mars-juin-septembre, p. 311-330.
- COUSSERAN P. (1998), « La Bourse des valeurs mobilières en Egypte », *Revue d'économie financière*, N° 33, été, 263-273.
- DIETZ P.O. (1968), « Measurement of Performance of Security Portfolio-Components of A Measurement Model : Rate of Return, Risk and Timing », *The Journal Of Finance*, May, p. 267-275.
- EDMIQTER R.O. & JAMES C. (1983), « Is Illiquidity a Bar to Buying Small Cap stocks », *The journal of Portfolio Management*, Summer, p. 14-19.
- FAMA E.F. (1965), « The Behavior of Stock-Market Prices », *The Journal of Business*, January, p. 32-105.
- FAMA E.F. (1991), « Efficient Capital Markets: II », *The Journal of Finance*, Vol.. XLVI, N° 5, December, 1575-1617.
- HAMMES Kh. "Rentabilité boursière et croissance économique au Maroc (décembre 1991- juin 2004)", *Horizons universitaire (Rabat)*, Nov. 2006, Vol.2, N°3, p. 67-77.
- HENROTTE P. (1998), « Les marchés financiers : un rôle central et controversé », *Les échos*, 13-14-mars.
- MAI H.M. (1995), « Le traitement des données manquantes par les milieux des fourchettes », *CEREG*, août, Université de Paris Dauphine.

- ROUZAUD C. (1998), « Keynes et l'hypothèse d'efficience du marché boursier : un réexamen en situation de marché incomplet », Recherches Economiques de Louvain, N°64 (3), p 319-345.

-

Rapports

- Bank Al-Maghrib, Rapports annuels (1994-2006).
- CDVM, Rapports annuels (1994-2006).
- Bourse de Casablanca (1994-2006), <http://www.casablanca-bourse.com>.
- Fédération internationale des bourses de valeurs, <http://www.world-exanges.org>.

LE DEVENIR DE LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA A LA LUMIERE DES MOUVEMENTS DE DEMUTUALISATION ET DE RAPPROCHEMENT

Jennat BENCHIDA *
Imane BENNIS **

Introduction

Le phénomène de démutualisation des sociétés gestionnaires de bourse qui s'est accéléré au cours des dernières années, tout en s'étendant à des marchés insuffisamment structurés, s'explique par des motivations multiples. Parmi celles-ci, la recherche de l'autonomie de financement afin d'améliorer les conditions de fonctionnement des marchés dans le cadre d'une concurrence accrue, semble la plus importante. Cette transformation de la forme juridique des structures mutuelles en entreprises à but lucratif, a comme implication la levée de la spécificité de l'entreprise de marché. Ainsi, le phénomène de démutualisation tend à s'accompagner d'une intégration de plus en plus poussée des marchés financiers au niveau international et de l'impulsion d'une nouvelle stratégie des entreprises gestionnaires de bourses qui s'apparente de plus en plus à celle d'entreprises privées, d'où un mouvement de rapprochement entre bourses reposant davantage sur des objectifs d'investissements créateurs de valeur (création

* Doctorante, Centre Monnaie Finance Banque, Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohamed V, Agdal, Rabat, jennatbenhida@yahoo.fr

** Doctorante, Centre Monnaie Finance Banque, Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Université Mohamed V, Agdal, Rabat, imane_ika@yahoo.fr

de synergies et réalisation d'économies d'échelle), et sur un souci de croissance, que sur des considérations de proximité géographique¹.

Ces mutations, observables dans un nombre de plus en plus important d'économies structurées ont des implications sur l'ensemble des bourses, y compris celles considérées comme émergentes. Ainsi, nous nous proposons d'analyser, à la lumière de l'ouverture du marché financier marocain à l'international et de l'accélération récente des mouvements de démutualisation et de rapprochements au niveau mondial, les perspectives pouvant s'offrir à une bourse enregistrant un dynamisme récent comme celle du Maroc mais qui reste en dehors des transformations précédemment citées. Pour cela, il nous est apparu utile de nous interroger sur les aptitudes du Maroc à prendre en charge ces mouvements ainsi que sur les préalables réglementaires préparant la bourse des valeurs de Casablanca à un processus tel que la démutualisation.

1. Etat des lieux du marché financier marocain

Depuis 1993, des réformes sont entreprises pour moderniser le marché financier marocain et créer les conditions les plus favorables à son développement. Ce processus, concernant aussi bien le cadre légal que réglementaire du marché financier, visait à améliorer le fonctionnement du marché des valeurs mobilières afin de le rendre suffisamment attrayant, et ce aussi bien pour les investisseurs nationaux qu'étrangers.

1.1 Réformes et évolutions du marché financier marocain

La Bourse de Casablanca, créée en 1929 sous le nom de l'Office de Compensation des Valeurs Mobilières, a connu trois importantes réformes. La première, en 1948, a attribué à la Bourse de Casablanca la personnalité morale en transformant l'ancien Office de Compensation en Office des Cotations des Valeurs Mobilières. La seconde, en 1967, a permis de la réorganiser juridiquement et techniquement, et de la définir comme un

¹ Revue d'économie financière, « « Démutualisation des bourses : une condition préalable à une nouvelle capacité d'innovation ? », N°82, 2006, p.157 à 167

établissement public sous le nom de Bourse des Valeurs de Casablanca. Enfin, en 1993, la promulgation d'un ensemble de textes de loi portant réforme du marché financier marocain, a doté la bourse de Casablanca du cadre réglementaire et technique nécessaire à son émergence².

Ces textes visaient à doter le pays d'une infrastructure boursière moderne à travers le renforcement de la transparence du marché boursier et la protection des épargnants et des investisseurs. Les réformes boursières de 1993 se sont articulées autour de trois principaux axes³ à savoir, la création d'un organe de contrôle : le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), l'instauration de structures dédiées à la collecte de l'épargne : les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), et la mise en place d'un nouveau cadre organisationnel relatif à la Bourse des valeurs et aux intermédiaires. C'est dans le cadre de ce dernier axe qu'en 1995 la gestion de la Bourse des Valeurs de Casablanca a été confiée à une société anonyme de droit privé appelée Société de Bourse des Valeurs de Casablanca (SBVC), dont le capital est détenu à parts égales par les Sociétés de Bourse.

Le processus de réformes amorcé au cours des années 90 s'est poursuivi puisqu'en 2004, les lois de 1993 ont été amendées afin de répondre au développement de la Bourse de Casablanca. Ces amendements ont porté sur l'élargissement des pouvoirs du CDVM en matière de contrôle et d'investigation, et la réorganisation de la place de Casablanca en cinq compartiments, afin de renforcer la lisibilité des investisseurs et assouplir les conditions d'accès à la cote.

L'ensemble des réformes précitées a globalement permis d'améliorer la performance du marché. En effet, la capitalisation de la bourse marocaine a connu une nette progression au cours de la décennie 90, passant de 12% du PIB en 1993 à 42% du PIB en 1998, pour s'établir à 55% du PIB en

² Revue Marocaine d'Economie et de Droit, « Le marché boursier marocain : Quel avenir ? », N°3, 2001, p.39

³ Revue Marocaine d'Economie et de droit Comparé, « Le marché boursier marocain : de la léthargie au dynamisme », N°33, 2000, p.152

2006⁴. Toutefois, cette capitalisation reste caractérisée par sa très forte concentration. Et ce, dans la mesure où la part des 10 plus grandes sociétés cotées dans la capitalisation boursière totale reste de l'ordre de 77%. De plus, cette capitalisation est le fait d'un nombre limité de secteurs, à savoir les télécommunications (27,3% de la capitalisation totale en 2006), les banques (25,4%), le bâtiment et les matériaux de construction (12,3%), les sociétés de portefeuilles-holdings (10,2%). D'un autre côté, le nombre de sociétés cotées à la Bourse de Casablanca reste faible. Toutefois, le rythme des introductions s'est accéléré au cours des deux dernières années, pour atteindre un total de 69 sociétés cotées à fin novembre 2007⁵.

Concernant le volume total des transactions en actions, la réalisation de certaines opérations stratégiques d'envergure ainsi que de grandes introductions en bourse ont renforcé, au cours des dernières années, le volume traité qui s'est inscrit en hausse pour s'établir à 98 milliards de dirhams en 2006, soit 21% du PIB. Par ailleurs, les transactions en actions se caractérisent toujours par leur concentration sur un nombre limité de valeurs les plus liquides. Les 10 valeurs les plus actives sur le marché boursier marocain s'adjugent entre 70 et 90% des échanges effectués sur les actions cotées, selon les années.

Ainsi, en dépit de la faiblesse relative des performances du marché financier marocain en comparaison avec celles des marchés développés, le dynamisme récent observé, associé aux incitations fiscales et à la volonté d'ouverture, ont permis de renforcer l'attractivité de la Bourse de Casablanca.

1.2 Ouverture grandissante à l'international

L'évolution positive des indicateurs de performance de la bourse de Casablanca n'a pas tardé à produire ses effets à l'échelle internationale, puisque le marché boursier marocain est représenté dans les principaux indices boursiers émergents tels que le "MSCI EM Index" de la firme

⁴ Ministère des Finances et de la Privatisation, « Analyse des performances des marchés boursiers signataires de l'accord d'Agadir », Octobre 2006, p.7

⁵ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Factbook 2006, p 7 à 9

Morgan Stanley Capital International. De plus, la société financière internationale (SFI) a admis, depuis novembre 1997, le marché boursier marocain dans ces indices, à savoir le Global Composit Index (IFG), le Global Investible Index (IFCG), et le (IFCI) qui regroupe 22 pays émergents considérés comme relativement ouverts à l'investissement étranger⁶. Ces admissions sont un signe de confiance et un signal fort aux investisseurs étrangers.

L'ouverture du marché financier marocain est relativement récente et pas encore suffisamment significative. Elle est consécutive à une refonte des textes élargissant les possibilités d'intervention du capital étranger. En effet, parallèlement aux réformes légales et réglementaires et à l'établissement des organes de régulation visant l'amélioration de la transparence et la sécurité des opérations boursières, le Maroc a instauré un régime fiscal favorable à l'investissement dans les valeurs mobilières à travers l'exonération des plus-values réalisées par les non résidents sur les cessions de valeurs mobilières cotées à la Bourse de Casablanca. Le Maroc a également opté pour une ouverture graduelle de son marché boursier aux investisseurs étrangers à travers l'élimination des restrictions à l'accès au marché⁷, et la possibilité de rapatriement non plafonné du capital et des revenus d'investissement⁸. D'un autre côté, l'approfondissement de l'ouverture qui est conditionné par la recherche d'un adossement à des marchés structurés, se matérialise également par la double cotation de Maroc Télécom aussi bien sur la Bourse des Valeurs de Casablanca que sur le premier marché d'Euronext Paris SA en 2004.

L'ensemble des incitations précitées, ainsi que l'évolution positive des performances du marché marocain ont favorisé la présence de plus en plus marquée des investisseurs étrangers. En atteste d'ailleurs l'analyse des données portant sur l'investissement étranger en actions cotées à la Bourse

⁶ Critique économique, «Bourse des valeurs et privatisation au Maroc », N°3, 2000, p.96

⁷ FEMIP, « Etude sur la promotion de l'épargne privée à long terme au Maroc », Mai 2007, p.44

⁸ Ministère des Finances et de la Privatisation, « Analyse des performances des marchés boursiers signataires de l'accord d'Agadir », Octobre 2006, p.6 à 9

de Casablanca et en titres d'OPCVM⁹. Tout d'abord, Le montant de l'investissement étranger en actions cotées est passé de 90 milliards de dirhams en 2005 à 124 milliards en 2006, soit une hausse de 37,8%. Par ailleurs, l'analyse par nationalité révèle que l'investissement étranger conservé au Maroc reste dominé à hauteur de 77% par les personnes morales françaises, qui détiennent 22% de la capitalisation boursière. Ceci étant, 93% de l'investissement étranger en actions cotées reste réalisé sous forme de participations stratégiques, malgré la présence croissante d'investisseurs institutionnels non marocains de type « Hedge funds » dont l'activité de spéculation favorise la liquidité des marchés. Quant à l'investissement étranger en titres d'OPCVM, il a atteint 690 millions de dirhams en 2006, en augmentation de 21,9% par rapport à l'année 2005.

Cependant, il est à noter que l'ouverture du marché financier marocain est unilatérale dans la mesure où, d'une part, des restrictions subsistent quant à la possibilité pour les marocains résidents d'investir à l'étranger, et d'autre part, en raison d'un non alignement sur les principes de l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs)¹⁰ qui préconisent l'adoption de mesures permettant à de nouveaux opérateurs et à des bourses étrangères de s'implanter librement au Maroc. Enfin, l'objectif d'ouverture de ce marché est conditionné par la prise en compte de la nouvelle configuration des marchés internationaux marquée par la très forte mobilité des investisseurs institutionnels. En effet, alors que les marchés financiers deviennent géographiquement plus variés et servent à la fois une clientèle locale et internationale, la pression concurrentielle entre les places financières se fait de plus en plus forte. Dans ce contexte, une forme juridique trop contraignante pourrait être un obstacle au développement d'un marché financier.

⁹ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, « Rapport sur l'investissement étranger à la Bourse de Casablanca 2006 », Avril 2007, p.5, 7, 8 et 15

¹⁰ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Rapport annuel 2006, p 102 à 105

2. Accélération du phénomène de démutualisation

Si au départ, la transformation de la forme juridique répondait plus à un souci de rationalisation de la structure capitalistique des entreprises de marché en vue de lever les fonds nécessaires à leur modernisation, lors des deux précédentes décennies, l'industrie boursière a été sujette à une dynamique sans précédent impulsée par la pression grandissante de la concurrence entre bourses, notamment du fait de la globalisation croissante des marchés et de la présence de plus en plus marquée des investisseurs institutionnels étrangers. Livrées à cette concurrence internationale, et en vue d'être plus attractives pour les investisseurs institutionnels étrangers, les sociétés gestionnaires de bourses se sont lancées dans la recherche d'un abaissement de leurs coûts de transactions allant même jusqu'à procéder à des fusions, correspondant à la forme la plus extrême d'intégration dans les marchés financiers internationaux.

2.1 Facteurs explicatifs de l'extension du phénomène

De nombreuses et multiples raisons expliquent le phénomène de démutualisation. Elles incluent notamment l'amélioration de la gouvernance et de la compétitivité des bourses de valeurs, l'attrait des investisseurs institutionnels, et la réalisation d'économies d'échelle¹¹.

Lorsque la concurrence s'accroît et que les intérêts des membres divergent, l'organisation sous forme de mutuelle, impliquant des consensus lors des prises de décision, constitue une contrainte. Ceci est vrai dans la mesure où les bourses de valeurs deviennent incapables de répondre rapidement aux changements notés dans leur environnement. Ainsi, la levée de cette contrainte organisationnelle, à travers l'adoption d'un modèle de gouvernance sous la forme de structures capitalistiques où les droits de propriété sont séparés des droits d'utilisation du marché, attribués aux sociétés gestionnaires de bourses plus d'indépendance vis-à-vis de leurs

¹¹ S. AKHTAR, « Demutualization of stock exchanges, problems, solutions and case studies », Edition Asian Development Bank, 2002, p 4 à 6

membres¹², et permet de converger les intérêts des actionnaires et de la société gestionnaire de bourse vers un même objectif, à savoir, la maximisation du profit. La démutualisation, à travers l'avantage qu'elle procure en terme de réactivité aux besoins de la clientèle, permet ainsi aux sociétés gestionnaires de bourses de valeurs de faire face à la pression grandissante des investisseurs institutionnels, des maisons de courtage et des grandes sociétés de gestion d'actif, qui drainent des volumes d'épargne importants.

Cette nouvelle forme organisationnelle facilite par ailleurs la levée des fonds nécessaire à l'investissement dans l'amélioration de la compétitivité, par le biais notamment de l'investissement dans les nouvelles technologies d'information qui font que les produits et services peuvent être fournis, non seulement dans les meilleurs délais et avec des meilleurs coûts, mais aussi avec beaucoup de fiabilité. A cet égard, il est à noter que l'investissement technologique soutenu constitue l'un des moyens permettant de faire face à la pression concurrentielle exercée par les nouveaux réseaux alternatifs. En effet, depuis quelques années les bourses ont perdu leur monopole de fournisseur des services d'intermédiation à travers leur confrontation d'autres systèmes de transaction¹³, dits réseaux alternatifs (Electronic Commerce Network –ECN- et Alternative Trading System –ATS-), qui permettent la négociation des valeurs mobilières par réseau privé ou Internet, et qui cumulent un certain nombre d'avantages qui en font des menaces sérieuses pour les entreprises de marché.

Ceci étant, il peut exister d'autres facteurs explicatifs à l'initiation des mouvements de démutualisation et qui semblent être spécifiques aux pays émergents. Il s'agit d'une part, de la volonté des régulateurs d'utiliser la démutualisation comme moyen de collaboration avec des opérateurs internationaux afin de profiter de leurs compétences et de leur efficacité sur les questions d'ordre techniques, et d'autre part, de l'utilisation de ce

¹² Brooklyn Law School, « Turning seats into shares: implications of demutualization for the regulation of stock and future exchanges », 2001, p. 39 et 40

¹³ Revue d'Economie Financière, « Démutualisation des bourses : une condition préalable à une nouvelle capacité d'innovation ? », N°82, 2006, p.157

processus comme un accélérateur du développement des infrastructures et des capacités technologiques. Par ailleurs, il existe quelques différences notables entre les marchés émergents et ceux plus développés quant à la contribution de certains facteurs motivants les mouvements de démutualisation¹⁴. Il s'agit par exemple du fait que la concurrence exercée par les réseaux alternatifs n'est pas un facteur prédominant dans l'initiation des mouvements de démutualisation dans les marchés émergents. D'un autre côté, il est à signaler que le processus de démutualisation des sociétés gestionnaires des marchés financiers est souvent impulsé dans les pays émergents par les autorités gouvernementales ou de régulation, et ce, contrairement aux marchés développés où les prises de décision reposent sur des logiques industrielles¹⁵.

2.2 Conséquences en terme de rapprochements et de gouvernance

Dans le contexte de généralisation du mouvement de démutualisation qui touche les marchés financiers, accroissant ainsi leur recherche de rentabilité et les poussant à rationaliser leur gestion, les rapprochements entre bourses se sont multipliés et revêtent des formes diverses. Ainsi, il s'agit soit de mouvements d'intégration verticale découlant des accords commerciaux ou technologiques portant sur une partie de la chaîne de production, et qui peuvent être conclus aussi bien entre marchés qu'avec d'autres types de partenaires, ou de liens horizontaux revêtant la forme d'alliances entre bourses ou de fusion entre les marchés¹⁶.

A cet égard, les accords sur des projets techniques ou commerciaux visent à réduire les coûts des dépenses stratégiques (investissements de

¹⁴ African Stock Exchanges Association, «Demutualizing African Stock Exchanges: Challenges and Opportunities», 9th annual conference, Cairo, Egypt, 10-12 September 2005, p 3

¹⁵ African Stock Exchanges Association, «Demutualizing African Stock Exchanges: Challenges and Opportunities», 9th annual conference, Cairo, Egypt, 10-12 September 2005, p.4

¹⁶ J. ANSIDEI, « Les centres financiers internationaux », Edition Economica, Paris 2001, p. 164 à 168

capacité, dépenses de publicité, et nouveaux produits). Concrètement, et lorsqu'il s'agit de rapprochements entre marchés, ces accords se matérialisent par la création de filiales communes au sein desquelles les intérêts financiers des partenaires sont mêlés et où la gestion s'opère de façon conjointe. Ces accords peuvent éventuellement donner lieu à la conception de nouveaux systèmes ou produits dont les coûts de développement et de lancement seront atténués du fait de cette coopération, permettant de ce fait une plus grande liquidité susceptible de limiter le développement de concurrents. Il est courant par ailleurs que des partenariats soient réalisés entre marchés développés et d'autres émergents. On assiste alors à un transfert de technologie garant de développements communs futurs. C'est le cas de partenariats entre la Bourse de Paris et des marchés des pays de l'Est et d'Afrique du Nord dont le Maroc... Par ailleurs, pour répondre à un objectif de diversification et d'intégration de nouveaux métiers, certains marchés ont soit créé des filiales spécifiques soit absorbé ou conclu des partenariats avec des sociétés externes de sorte à mettre à profit des ressources externes complémentaires, pour parvenir à un nouveau positionnement stratégique porteur d'importants revenus et d'un renforcement de l'image de marque de la bourse en question.

D'un autre côté, les marchés financiers développés sont parvenus à un stade déterminant de leur évolution où on assiste simultanément à des phénomènes de maturité conjugués à des changements technologiques majeurs conduisant les intervenants à effectuer des rapprochements horizontaux avec leurs concurrents de manière à assurer leur compétitivité. Il s'agit dans ce cadre d'alliances entre bourses (mise en place de plateformes communes), et c'est justement cette catégorie de rapprochements qui a été la plus touchée suite à la généralisation du phénomène de démutualisation. Par ailleurs, cette démutualisation a largement favorisé les mouvements de fusion entre les marchés. Mais, dans la mesure où les titres de ces nouvelles sociétés sont eux-mêmes maintenant cotés sur les marchés, le mouvement de concentration des marchés peut s'accélérer à coups d'OPA (Offres Publiques d'Achat).

Toutefois, du fait des implications importantes qui en ont découlé, et plus précisément les mouvements de rapprochement, la démutualisation des sociétés gestionnaires des bourses de valeurs soulève un certain nombre

d'interrogations relatives à la régulation des marchés financiers. Il s'agit plus particulièrement du rôle que les autorités gouvernementales seront amenées à jouer dans la régulation des bourses privatisées, et du rôle que les entreprises de marché privatisées devraient jouer dans la régulation des membres et des activités de marché. En réalité, lorsque les bourses démutualisées doivent arbitrer entre développement du marché et fonction de régulation, les choix qu'elles sont amenées à opérer sont loin d'être aisés, puisque tout dépend de la limite que définissent les bourses entre recherche de profit et bon fonctionnement du marché. Or, avec leur nouveau statut d'entreprise à but lucratif, les bourses sont tentées de négliger la fonction de surveillance du fonctionnement du marché (régulation) qui leur était assignée jusque là, dans la mesure où cette mission ne présente aucun avantage immédiat et nécessite l'engagement de ressources importantes¹⁷.

A cet égard, le Comité des Marchés émergents de l'IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) a recommandé aux bourses démutualisées de se consacrer prioritairement à l'activité commerciale dans une optique de maximisation des profits et de réduire en conséquence les questions inhérentes à la réglementation en confiant ainsi la responsabilité soit à : l'autorité de tutelle, ou à une entité indépendante spécialement créée à cet effet, ou à un organisme d'autorégulation dit SRO (Self Regulatory Organisation) qui est une sorte d'association de professionnels du secteur, ou enfin, une autre possibilité consiste à passer d'une réglementation institutionnelle à une autre fonctionnelle axée sur les services et produits de bourse¹⁸.

¹⁷ Revue d'économie financière, « La gouvernance des entreprises de marché », N° 82, 2006, p 169 à 188

¹⁸ International Organization of Securities Commissions, « Demutualization – Implication for the Regulation and Governance of Security Exchange », 25^{ème} conférence annuelle, 2000, Sydney, p.8 à 22

3. Applicabilité du processus de démutualisation au cas marocain

L'analyse de l'applicabilité du processus de démutualisation au cas de la Bourse des Valeurs de Casablanca nécessite aussi bien la revue des motifs pouvant pousser le marché financier marocain à s'insérer dans une telle démarche, que la vérification des préalables dont pourrait disposer le Maroc s'il opte pour une modification de la forme juridique de la société gestionnaire de bourse.

3.1 Facteurs motivant une éventuelle démutualisation de la Bourse des Valeurs de Casablanca

Sachant, comme cité précédemment, que les soucis de rationalisation de la structure capitalistique, ainsi que l'amélioration de la gouvernance et de la compétitivité, sont les principaux facteurs pouvant amener une bourse à amorcer un processus de démutualisation, il ressort clairement que pour le cas de la bourse marocaine, certains de ces facteurs ne sont pas aussi déterminants que d'autres.

En effet, du point de vue de la gouvernance et de la levée de fonds, l'organisation actuelle de la Bourse des Valeurs de Casablanca est perçue par les autorités marocaines comme une mutualisation bénéfique dans la mesure où le nombre de membres reste relativement limité (16 membres en 2007 contre 12 en 1995) et que les choix technologiques déjà opérés ont permis d'aligner la Bourse des Valeurs de Casablanca sur les standards internationaux (passage à la cotation électronique en 1997...)¹⁹ sans poser de problèmes relatifs à la levée de capitaux.

Cependant, malgré les bénéfices reconnus à la forme mutuelle de la société gestionnaire de la Bourse des Valeurs de Casablanca, nombre de limites en ressortent, parmi lesquelles la plus importante est la difficulté de gestion des conflits d'intérêts entre membres au sein du Conseil de Surveillance au niveau duquel existent 12 postes seulement pour 16 Sociétés de bourse. Dans ce cadre, pour éviter de tels conflits, une déconnexion entre

¹⁹ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Factbook 2005, p 10

le droit d'intervenir sur le marché et l'actionnariat de la bourse, et donc un processus de démutualisation pourrait être une solution.

Concernant l'objectif d'amélioration de la compétitivité, si dans les marchés développés, la concurrence accrue que ce soit entre bourses ou avec de nouveaux opérateurs (ECN et ATS) est l'un des principaux facteurs explicatifs de l'extension du phénomène de démutualisation des sociétés gestionnaires de marché, ceci n'est pas réellement le cas de la majorité des bourses émergentes dont le Maroc. La raison étant un manque d'intégration²⁰ au niveau international faisant que dans nombre de pays émergents, les marchés constituent encore des monopoles servant principalement la clientèle domestique qui n'a pas accès à l'investissement sur des marchés financiers étrangers²¹. A cet égard, l'intégration totale aux marchés internationaux doit être perçue comme l'aboutissement naturel des réformes actuelles et futures du système financier, dont le moteur devra être la concurrence et le besoin de survie, plutôt que la contrainte des pouvoirs publics. De ce fait, l'effort de développement et d'innovation exigé de la part des institutions financières elles mêmes sera plus important.

3.2 Préalables d'une démutualisation de la BVC

Compte tenu de l'ouverture grandissante du marché financier marocain et étant donné que la démutualisation est un préalable indispensable à une intégration plus poussée des bourses de valeurs dans les marchés financiers internationaux, il serait intéressant de vérifier si le Maroc regroupe les conditions nécessaires à l'insertion dans un tel processus.

Parmi ces conditions, celles d'ordre financier ne semblent pas poser de véritables problèmes dans la mesure où, si le dynamisme observé au cours des dernières années se poursuit, la viabilité de la société gestionnaire de bourse en tant qu'entreprise à but lucratif ne serait pas compromise. Les

²⁰ ERF working paper series 0316, « indépendance et co-mouvements des marchés de capitaux des pays arabes de la région du moyen orient et de l'Afrique du nord », 2004, p. 5 et 6

²¹ African Stock Exchanges Association, « Demutualizing African Stock Exchanges: Challenges and Opportunities », 9th annual conference, Cairo, Egypt, 10-12 September 2005, p 10

conditions relatives à la libéralisation du marché, quant à elles, ne sont pas aussi favorables puisque, l'ouverture partielle du compte capital au Maroc risque d'entraver les stratégies de croissance et d'investissement transfrontaliers que pourrait envisager la bourse une fois son statut juridique modifié. Cependant, la condition majeure faisant défaut au marché marocain est liée à des aspects d'ordre institutionnel. En effet, une plus grande autonomie de fonctionnement des structures de marché semble être un impératif important et une des perspectives envisageables, sachant que l'autonomie de gestion de la Bourse des valeurs de Casablanca qui ne doit plus se limiter aux seules sociétés de bourse est conditionnée par l'autonomie de l'organe de régulation par rapport à l'autorité gouvernementale²². Or, au Maroc, à l'instar des autres pays subméditerranéens, la régulation des activités de marché est toujours sous la coupe de ces autorités :

- La bourse des valeurs est soumise au contrôle du ministère des finances (intervention du gouvernement dans la désignation des membres des organes d'administration, Statuts et cahiers de charges soumis à l'approbation du même ministère, intervention d'un commissaire du Gouvernement pour les questions stratégiques, gouvernance de la BVC contrôlée par le Ministère des Finances...)²³
- L'organe de régulation (CDVM) est placé sous la tutelle du ministère des finances (représentants du gouvernement siégeant au conseil d'administration de cette entité,...)²⁴

Ceci pose toutefois un problème plus général, inhérent à nombre de pays subméditerranéens, à savoir la démocratisation du fonctionnement des institutions économiques et plus particulièrement, l'autonomisation des

²² Le nouveau siècle : revue de stratégie, « Comment relancer la Bourse de Casablanca », N° 54, 2001, p.96

²³ Dahir portant loi n° 1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la Bourse des Valeurs modifié et complété par les lois n°34-96, 29-00 et 52-01, Articles 7, 9, 10 et 33

²⁴ Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne modifié et complété par la loi n° 23-01, Article 5

institutions financières et de toutes les structures de régulation (régulation de la concurrence, des médias...) par rapport à l'autorité gouvernementale.

Au final, la démutualisation, quoique permettant une meilleure insertion du marché financier marocain au niveau international, ne semble pas être un processus envisagé au Maroc compte tenu, d'une part, des divers avantages que procure encore la forme mutuelle et du nombre relativement limité de membres, et d'autre part, du cadre réglementaire n'accordant pas suffisamment d'autonomie aux opérateurs du marché financier²⁵. Cependant, dans le cas où le Maroc procéderait à des réformes réglementaires allant dans le sens, soit d'un alignement sur les principes de l'OICV (en adoptant des mesures réglementaires renforçant la concurrence au niveau national en permettant à de nouveaux opérateurs et à des bourses étrangères d'exercer leurs activités au Maroc), soit de la création de possibilités pour les personnes morales et physiques marocaines d'investir à l'étranger, ou encore de la démocratisation du fonctionnement des institutions financières, le processus de démutualisation pourrait être amorcé plus rapidement.

²⁵ Critique économique, « Les introductions à la Bourse de Casablanca : procédures, coût, et causes de leurs insuffisance », N° 17, 2006, p.21

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages :

- S. AKHTAR, « Demutualization of stock exchanges, problems, solutions and case studies », Edition Asian Development Bank, 2002.
- J. ANSIDEI, « Les centres financiers internationaux », Edition Economica, Paris 2001
- JP. FAUGERE & C. VOISIN, « Le système financier et monétaire international, crises et mutations », Edition Armand Colin, 2005
- D. GOYEAU, A. TARAZI, « La bourse », Edition La Découverte, 2006
- H. JUVIN, « Les marchés financiers, voyage au cœur de la finance mondiale », Edition d'Organisation, 2004
- C.KARIOTIS, « Mondialisation des marchés et circulation des titres », Edition Revue Banque, 2005
- A. J LOCUSSOL-MASCARDI, « Voyage au centre de la bourse », Edition Le Manuscrit, 2002
- D. OGIEN, « Pratiques des marchés financiers », Edition Gualino, 2002
- P. SENSIS, « Les marchés financiers », Edition E-theque, 2004
- B. SOLNIK, B. JACQUILLAT, « Marchés financiers », Edition Dunod, 2002
- A. SUEUR, « Les outils de la stratégie boursière », Edition d'Organisation, 2007

Textes de loi :

- Dahir portant loi n° 1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la Bourse des Valeurs modifié et complété par les lois n°34-96, 29-00 et 52-01, Articles 7, 9, 10 et 33

- Dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne modifié et complété par la loi n° 23-01, Article 5

Rapports :

- Afrology, « Marchés financiers africains 2002-2006 », (2007).
- AMF, « Programme de travail de l'AMF en matière de regulation financière 2006-2008 », (2006)
- Banque de France, Rapport de stabilité financière, « L'évolution des facteurs influençant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux » (2003).
- Brooklyn Law School, « Turning seats into shares: implications of demutualization for the regulation of stock and future exchanges », (2001)
- Conseil du Marché Financier de Tunisie, « Rapport annuel 2006 », (2007).
- Conseil d'analyse économique, Les rapports du Conseil d'analyse économique « Consolidation mondiale des Bourses » (2007)
- Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur, « Guide risque pays 2007 : Europe, Amériques, Asie, Afrique du Nord, Proche et Moyen-Orient, Afrique subsaharienne : 154 pays à portée de main », (2007)
- Factbooks de la Bourse des Valeurs de Casablanca de 2004 à 2006
- FEMIP, « Etude sur la promotion de l'épargne privée à long terme au Maroc », (Mai 2007)
- Georgetown University, « Demutualization and corporate governance of stock exchanges », (2002)
- Haut Commissariat au Plan, « Rapport Prospective Maroc 2030 : Le système financier marocain », (Mai 2006)
- IMF working paper, « Regional integration of stock exchanges in Eastern and southern Africa: Progress and prospects », (2005)
- Mc Donough School of business, Georgetown University, « Demutualization and public offerings of Financial Exchanges, (2005)

- Ministère des Finances et de la Privatisation, « Analyse des performances des marchés boursiers signataires de l'accord d'Agadir », (Octobre 2006).
- Nanyang Technology University of Singapore, « Stock exchange governance and market quality », (2002)
- Oxford Finance Group, « Changing market structures, demutualization and the future of securities trading », (2003)
- Oxford Finance Group, « Consolidation and demutualization : what strategies should exchanges adopt in the future », (2003)
- Panoeconomicus, « Global capital markets: an updated profile », (2007)
- Rapports d'activité de la Bourse des Valeurs de Casablanca de 2003 à 2006
- Rapports annuels du CDVM de 1999 à 2006
- Rapports sur l'investissement étranger à la Bourse de Casablanca de 2002 à 2006
- Subnational capital markets in developing countries : from theory to practice
ed. Mila Freire and John Petersen ; with Marcela Huertas and Miguel Valadez . - Washington : The World Bank, (2003)
- University Frankfurt, Finance Department, « The impact of Demutualization and Outsider Ownership on Stock Exchange performance – Empirical Evidence », (2005).
- Washington State University, « Waves of demutualization: analysis of the Economic literature», (2003)

Articles :

- S. MENSAH, «Demutualizing African Stock Exchanges: Challenges and Opportunities», African Stock Exchanges Association, 9th annual conference, 10-12 September 2005
- H. HIGGS, « Indépendance et co-mouvements des marchés de capitaux des pays arabes de la région du moyen orient et de l'Afrique du nord », ERF working paper series 0316, 2004

- M. ABOUCH, « Bourse des valeurs et privatisation au Maroc », Critique économique n° 3, 2000
- A. ELBOUHADI, A. EL M'KADDEM, « Les introductions à la bourse de Casablanca : procédure, coûts et causes de leur insuffisance », Critique économique n° 17 (2006)
- S. COUSINEAU, « Les gendarmes boursiers face à la globalisation financière », La tribune (20-11-2006)
- R. AGGARWAL, « Demutualization and corporate governance of Stock Exchanges », Journal of Applied Corporate Finance, 2002
- B. STEIL, « Demutualization – Implication for the Regulation and Governance of Security Exchange », 25ème conférence annuelle de l'IOSCO, 2000
- A. SHENG, « Démutualisation des bourses : Une condition préalable à une nouvelle capacité d'innovation ? », Revue d'économie financière n°82
- P. DE LAUZUN, R. LEE, , « La gouvernance des entreprises de marché », Revue d'économie financière n°82
- V. FLEURIET, C. LUBOCHINSKY, « Marchés d'actions et stabilité financière, les enjeux de la régulation », Revue d'économie financière n°82, 2006
- B. STEIL, , « Réglementer les marchés financiers de demain », Revue d'économie financière n°82, 2006
- M. BENMOUSSA, « Comment relancer la bourse de Casablanca ? », Revue de stratégie n°54, 2001
- E. ESSABRI, « Le marché boursier marocain : de la léthargie au dynamisme », Revue marocaine d'économie et de droit comparé n°33, 2000
- M. DERRAZ, « Le marché boursier marocain, quel avenir ? », Revue marocaine d'économie et de droit n°3, 2001
- M. RIGAR, « Le nouveau paysage financier au Maroc et son impact sur les conditions de financement des entreprises », Revue Repère et expertise n°5, 2004

الموقع الإلكتروني

لكلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية – أكادال – الرباط :

www.fsjesr.ac.ma

المجلة المغربية للقانون والسياسة والاقتصاد
تصدرها كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية
- أكادال الرباط -

المدير: لحسن والحاج

لجنة التحرير:

لطيفة المهدي، فريد الباشا، الحسن رحو، رجاء الناجي، عبد الإلاه
العدي، محمد مدني، ميلود الوكيل، عفيفة حكم، مصطفى بولويز،
حسن رئيس، محمد عبوش، عبد الرسول الحاضري

كتابة التحرير:

خديجة وزاني شاهدي.

الإدارة والتحرير:

صندوق البريد 721، شارع الأمم المتحدة - أكادال - الرباط.

الاشتراك السنوي (عددان):

المغرب: 140 درهما

الخارج: 140 درهما + مصاريف النقل.

البيع المباشر للطلبة: 30 درهما للعدد.

كيفية الأداء:

تدفع قيمة الاشتراك نقدا أو في حساب الكلية رقم 40220 بالخزينة العامة
للمملكة.

كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية

صندوق البريد رقم 721 - أكادال - الرباط.

إن الآراء المعبر عنها في هذه المجلة هي آراء شخصية لكتابها

رقم الإيداع القانوني
7/76

إنجاز: الشركة الشرقية - الرباط
بريد إلكتروني: so.orientale@gmail.com

العدد 43 (عدد خاص)
الفصل الأول - سنة 2009

المجلة المغربية للقانون والسياسة والاقتصاد

المجلة المغربية للقانون والسياسة والاقتصاد

« تحليلات نقدية ومالية »

مجلة تصدرها مرتين في السنة
كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية - أكادال الرباط -