

U n i v e r s i t é du SUD Toulon-VAR
URF des Sciences Economiques et de gestion

F.E.M.I.S.E

Forum Euro-Méditerranéen des Instituts de Sciences Économiques

Mémoire pour l'obtention du diplôme

MASTER II

MACROECONOMIE FINANCIERE ET DEVELOPPEMENT

**Libéralisation du compte de capital au
Maroc, risques de crises bancaires et
opportunités de croissance: théories et essai
de validation empirique**

Directeur de recherche

Pr. Jean-Louis Reiffers

(Professeur Universitaire et Président du Conseil Scientifique – F.E.M.I.S.E)

Encadrant

Dr. Frederic Blanc

(Délégué Général – F.E.M.I.S.E)

Candidat

Reda Amrani

Septembre 2010

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Libéralisation du compte de capital au Maroc, risques de crises bancaires et opportunités de croissance: théories et essai de validation empirique

Résumé

Dans le cadre de cet essai en macroéconomie financière, nous avons tenté d'analyser les risques et les opportunités de la libéralisation du compte de capital au Maroc. L'approche envisagée se base sur deux volets essentiels, d'abord l'évaluation des risques de l'occurrence d'une crise bancaire et cela via l'analyse empirique approfondie du bilan des banques Marocaines, puis par une modélisation économétrique en utilisant un modèle à correction d'erreur (MCE) dans le cadre de la théorie de la Cointégration, nous avons essayé de tester le sens de causalité (à court terme et à long terme) entre la sphère réelle et la sphère financière pour en savoir le rôle et l'implication de la libéralisation du compte de capital dans l'accélération des opportunités de croissance au Maroc.

Classification JEL : F41, F43, G01, G21, C01.

Mots clés : compte de capital, libéralisation financière, crises bancaires, réglementation prudentielle, croissance économique, causalité, modèle à correction d'erreur (MCE), cointégration.



Capital account liberalization in Morocco, risk of banking crises and opportunities for growth: theories and tries to empirical validation

Abstract

In this essay on financial macroeconomics, we have tried to analyze the risks and opportunities of capital account liberalization in Morocco. The proposed approach is based on two key elements, first an approaches to risk assessment of a banking crisis occurrence and that through the empirical analysis of the Moroccan's banks balance sheets, then by using an econometric modeling error correction model (ECM) via the Cointegration theory, we tried to test the causality direction (in short-term and long term) between the real and the financial sector to learn the role and involvement of this liberalization in growth opportunities in Morocco.

JEL Classification: F41, F43, G01, G21, C01.

Keywords: capital account, financial liberalization, Banking crises, prudential regulation, economic growth, causality, error correction model (ECM), cointegration.

Remerciements

C'était un agréable plaisir et un suprême honneur pour moi de travailler sous les précieuses directives de mon directeur de recherche **Pr. Jean-Louis Reiffers** qui m'a énormément assisté pour l'accomplissement de ce travail. Je salue, en terme de ma haute considération, sa passion de recherche et son engouement pour les études.

Il m'est agréable aussi de témoigner de ma grande gratitude, ma forte reconnaissance et mon profond sentiment de respect à l'honorable **Dr. Frederic Blanc** pour sa parfaite disponibilité, ses pertinentes recommandations, ses précieux conseils et son suivi continuuel tout au long de la période d'encadrement malgré les empêchements et les dures occupations.

Je suis redevable à tous mes enseignants qui ont contribué à ma formation (primaire, secondaire et supérieure)

Dédicaces

Merci DIEU.

A l'**Haj SiBouchaib** que Dieu le rentre à ses vastes paradis
A mes parents **Lalla Touria, Hajja Lalla Zahra, Salwa** et **El bachir**;
Que dieu les préserve sains.

A mes frères et sœurs **Sanaa, Nabil** et **Jihade**;
Qu'ils réussissent leurs vies personnelles et professionnelles.

A tous mes proches et mes ami(e)s;
En terme de mon profond attachement et respect.

A tous ceux que j'aime et qui m'aiment, qu'ils trouvent
dans ce travail l'expression de mes plus sincères
sentiments

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION GENERALE : Aperçu général et mise en perspective	1
Problématique du sujet	6
Architecture et méthodologie du travail.....	7
PARTIE I : Libéralisation du compte de capital : Définitions, revue de la littérature et état de la recherche	8
CHAPITRE I : Définitions et mesures de l'ouverture du compte de capitale.....	9
I. Définitions et généralités.....	9
II. Mesure de l'ouverture financière et construction des indicateurs.....	12
II.1. Indicateurs de la libéralisation financière.....	12
II.2. Indicateurs des crises bancaires.....	14
CHAPITRE II : Revue de la littérature et état actuel de la recherche.....	15
I. Les fondements théoriques de la libéralisation du compte de capital	15
I.1. Les approches de la libéralisation financière	15
I.2. Les formes de la libéralisation financière	20
II. Etat actuel de l'analyse empirique	20
III. La libéralisation financière à l'épreuve des faits	22
PARTIE II : Libéralisation du compte de capital au Maroc, opportunité de croissance et risque de l'occurrence des crises bancaires: Essai de modélisation économétrique.....	26
CHAPITRE I : Libéralisation financière et évolution du système bancaire, diagnostique du contexte Marocain.....	27
Section I : La réglementation prudentielle comme indicateur d'anticipation des crises	27
I. Le ratio de solvabilité ou ratio <i>MacDonough</i>	29
II. Les coefficients de limitation des risques de change	31
III. Le coefficient minimum de liquidité	31
VI. Les règles de provisionnement des créances en souffrance	32
V. Le contrôle interne	34
Section II : Solidité et stabilité du système bancaire marocain face à la crise	35

I. Analyse de la structure du bilan bancaire	35
II. Les indicateurs de liquidité et de sécurité	40
III. Les indicateurs de rentabilité : Vecteur de la solidité financière	42
IV. La marge de progression du taux de bancarisation	47
V. Le risque du taux.....	48
VI. Les sociétés de financement	50
VII. Une bourse des valeurs trop peu développée aux évolutions erratiques	51
IIX. Conclusion	53

CHAPITRE II : Libéralisation du compte de capital et croissance économique, analyse et essai de validation empirique pour le Maroc..... 55

Section I : Analyse des évolutions du système financier marocain et leurs imputations sur l'économie réelle 55

I. Un système financier archaïque avant les réformes.....	55
II. Impact de la politique restrictive sur l'investissement et l'épargne au Maroc	57
III. Les réformes engagées durant les années 90	62

Section II : Libéralisation financière et croissance au Maroc : Une analyse empirique 66

I. Quelques Analyses empiriques du degré de développement financier et croissance	66
II. Les déterminants de la croissance au Maroc	67
III. Le comportement de l'épargne et l'investissement au Maroc sur la période 1970-2008.....	68
IV. Le comportement de la croissance économique au Maroc sur la période 1970-2008.	69

Section III : Implication de la libéralisation du compte capital à la croissance économique : Validation économétrique70

I. Le modèle	71
II. Les données et période d'étude.....	71
III. Méthodologie d'estimation	71
IV. Les choix des variables financières et résultats empiriques	73
V. Test de causalité de Granger : les liens entre les variables de la libéralisation et les variables de l'économie réelle	75
VI. Etude de la stationnarité des séries et de la Cointégration des variables prises deux à deux.....	76
VII. Résultats de la simulation du modèle à correction d'erreur et du test de causalité de Granger	77
IIX. Interprétation des résultats et conclusion	79

CONCLUSION GENERALE	81
Références bibliographiques	83
Liste des abréviations	86
Liste des tableaux.....	87
Liste des graphiques	87
Annexes	88

INTRODUCTION GENERALE

Aperçu général et mise en perspective

« La résistance au changement n'est que le refus de la croissance. »

Alexander Rupert, Astrologue Allemand.

Aperçu général et mise en perspective

Le contexte actuel de crise mondiale n'encourage pas à débattre des avantages de l'ouverture du compte de capital dans la mesure où beaucoup de voies se sont élevées, ces derniers temps, pour dénoncer l'ouverture du compte de capital.

Dans cette perspective, de nombreux économistes doutent des avantages théoriques d'une ouverture financière externe. Ainsi Rodrick¹ et Krugman² ont mis en garde le FMI contre les inconvénients d'une ouverture du compte de capital. Ils appellent même à un retour au contrôle de capitaux, comme ce fut récemment le cas en Russie, au Brésil ou encore en Corée du Sud.

Mais les choses doivent être relatives, la libre circulation des capitaux n'est pas pour autant à chasser de façon globale, au contraire. Une ouverture graduelle et bien menée offre au pays qui l'exerce de nombreux avantages. Ainsi et depuis quelque temps, la question de la convertibilité totale des monnaie des pays comme le Maroc, sujet de notre étude, revient fréquemment dans toutes les discussions économiques. Elle pourrait en effet être un véritable tournant dans l'économie de ces pays en étant porteuse de nouvelles opportunités d'investissements, de création d'emplois et en favorisant la poursuite des programmes de réformes. Quels sont donc les enjeux et les défis de cette convertibilité ? Y a-t-il des conditions indispensables à vérifier pour qu'elle soit bénéfique ?

Il est important de rappeler que le processus de convertibilité totale d'une monnaie s'inscrit dans un cadre de réforme plus large qui est l'ouverture du compte de capital ou encore la libéralisation financière externe. Ce processus de libéralisation correspond à la libre entrée et sortie des capitaux sans entraves ni restrictions, ce qu'il est convenu d'appeler la déréglementation des mouvements de capitaux. Il est largement admis que la convertibilité totale d'une monnaie doit succéder à la convertibilité courante et refléter ainsi le succès des réformes économiques structurelles des entreprises, marquant ainsi le succès d'un processus de libéralisation généralisé.

Rappelons également en quoi la convertibilité d'une monnaie est, dans son principe, un concept simple. Elle implique la liberté, pour tout détenteur, résident ou non

¹ "Who needs capital-account convertibility?" Dani Rodrik, Harvard university, february 1998.

² MIT, Department of Economics, Cambridge.

résident, d'une monnaie nationale de la convertir en n'importe quelle devise étrangère dans la quantité qu'il souhaite, où et quand il le souhaite sans être soumis à aucune réglementation de change. Cependant, il existe plusieurs degrés de convertibilité selon la plus ou moins forte restriction aux opérations de change. Elle est fonction de l'importance des mesures prises par la législation pour restreindre ces opérations. La convertibilité est dite totale lorsqu'elle est appliquée à toutes les transactions sans gênes, qu'elles soient commerciales, de service, ou financières.

De ce qui relève des avantages, il est courant de lire que la libéralisation des marchés de capitaux et en particulier la convertibilité monétaire permet d'accroître l'investissement, d'accélérer la croissance et donc l'amélioration du bien-être. Cette ouverture permet aussi de remédier aux déséquilibres entre épargne et investissement au sein du pays et une meilleure diversification du risque. La mobilité des capitaux permet d'apporter un financement aux projets d'investissements rentables, une mutualisation des risques et offre aux investisseurs des taux de rendement, corrigés du risque, plus élevés. Cette affirmation repose essentiellement sur un constat théorique affirmant que le libre-échange permet d'atteindre d'une manière quasi automatique une situation de bien-être Pareto-optimale. En même temps, cela signifie aussi que le processus de libéralisation du compte de capital est un phénomène en constante évolution et dans une certaine mesure irréversible.

En règle générale, il est largement admis que l'absence d'obstacles quantitatifs à la circulation des capitaux permet de financer de manière plus rapide et plus efficace les activités de production et d'investissement. La libre circulation des capitaux permet, également, de lisser la courbe de consommation (moins de volatilité de la consommation), et doit donc contribuer, dans une perspective théorique libérale, à une meilleure affectation des ressources en capital, celles-ci ayant plus de chances d'être allouées aux coûts les plus faibles aux demandeurs de crédits les plus productifs, lesquels sont aussi, sous certaines conditions, les plus créateurs de croissance. Sur un autre plan et dans la mesure où les mouvements de capitaux évoluent, le marché des actions domestiques devient plus liquide, ce qui pourrait à long terme réduire la prime de risque des capitaux propres, diminuant de ce fait le coût du capital générant un effet prix positif et relativement permanent.

Plus particulièrement, l'ouverture du compte de capital permet aussi le développement du marché obligataire. Ceci permettra d'une manière ou d'une autre l'émergence d'une courbe de rendements qui servira de référence pour une tarification du risque. Il s'agit

d'un développement plus que nécessaire pour l'économie du pays où le crédit est universellement indexé sur le taux du marché monétaire³, ce qui rend l'évaluation du risque parfois difficile.

Il faut toutefois rappeler que les bénéfices de la libéralisation ne sont pas automatiques et sont généralement tributaires de sérieux défis en matière de politiques macroéconomiques. En effet, pour qu'une monnaie passe de la convertibilité partielle ou limitée à une convertibilité totale, un certain nombre de conditions préalables doivent normalement être remplies. En revanche, nous ne donnons pas beaucoup de crédit à l'idée de certains économistes selon laquelle la libéralisation du compte capital impose un prix à payer. Parmi les préalables à cette ouverture figurent un système de change souple favorisant le flottement de la monnaie, l'amélioration de la productivité de l'économie nationale, le renforcement de l'appareil productif, une gestion macroéconomique saine et durable, la promotion des investissements directs étrangers (IDE), la disponibilité d'un système bancaire et financier moderne et efficace et d'un matelas de devises pour amortir d'éventuelles crises. Ainsi, une mobilité accrue de capitaux pourrait affecter la vulnérabilité des systèmes financiers et bancaires nationaux par une expansion excessive de la demande globale. Dans ce contexte, l'orientation des politiques macroéconomiques et des réformes structurelles est décisive pour assurer une gestion saine et adéquate du processus de libéralisation. En termes de politique monétaire et de régime de change, il n'existe pas un régime de change universel ni une règle magique en matière de change. En effet, quel que soit le système de change en vigueur dans le pays concerné (fixe ou flottant), le taux de change doit être proche de son niveau d'équilibre. Dans un régime de convertibilité totale, une monnaie obéit à la règle de l'offre et de la demande. Autrement dit, cela signifie généralement qu'il faut faire un arrangement entre le taux de change affiché ou officiel et le taux du marché parallèle de façon à obtenir un taux nominal unique qui permet d'équilibrer l'offre et la demande en question. Concernant précisément notre cas, certains indices montrent que les deux taux en question semblent être très proches l'un de l'autre. Il est nécessaire de réduire davantage jusqu'à éliminer toute différence avec le taux pratiqué sur le marché parallèle. La convertibilité totale de ces monnaies condamnera, quant à elle, tôt ou tard, le marché parallèle à disparaître et cette disparition est d'ailleurs considérée comme une condition primordiale d'une convertibilité durable et crédible. En revanche, les Banques centrales doivent dans ce contexte disposer de réserves de change et/ou de ligne de crédit extérieures

³ Pour l'Égypte et la Tunisie c'était toujours le cas, pour le Maroc une directive récente de Bank Al Maghreb annonce l'indexation des crédits sur le taux du marché monétaire au Maroc connu par TMP (Taux Moyen Pondéré).

importantes, au moins pour une courte période, afin d'accompagner cette convertibilité et surtout renforcer la crédibilité de leurs monnaies sur les marchés de change.

Dans ce même cadre, il est plus qu'important d'adopter une politique économique appropriée, notamment dans le domaine monétaire et budgétaire afin de contenir d'une part la demande globale dans les limites que la capacité productive du pays peut satisfaire sans dérapage. Car pour maintenir la convertibilité dans les meilleures conditions, il faut une stabilité financière intérieure afin de contenir l'inflation à des niveaux relativement bas. La politique monétaire joue théoriquement un rôle particulièrement important dans ce domaine. En effet, la stabilité du pouvoir d'achat d'une monnaie est en partie tributaire de la politique monétaire car celle-ci ne peut pas toujours empêcher une dérive inflationniste mais elle peut certainement la freiner. En termes de marché financier, les nombreux travaux portant sur l'enchaînement et le rythme des réformes préconisent que la libre circulation des capitaux va de pair avec la libéralisation commerciale qui ne peut que stimuler la productivité des entreprises de ces pays et améliorer la qualité de leur production par la concurrence que peut susciter l'importation des produits étrangers. Par ailleurs, il est nécessaire de poursuivre la politique macroéconomique propre à réduire les écarts entre le marché financier intérieur et les places financières mondiales. En effet, l'application de politiques macroéconomiques et structurelles inadaptées, comme cela a été le cas, dans certains pays d'Amérique latine depuis les années 1970-1980 et en 1997, avec la crise asiatique, a déclenché une fuite de capitaux et une crise de la balance des paiements et a conduit ces pays à faire marche arrière en abandonnant la libéralisation des mouvements de capitaux. Il est donc nécessaire de renforcer la sécurité et la solidité du système financier intérieur. Le Maroc a fait dans ce sens de grands pas et continue d'avancer. L'assise financière des banques a ainsi été renforcée avec l'accroissement de leurs fonds propres et l'institution de règles prudentielles qui tendent à les élever au niveau des standards internationaux.

La convertibilité n'est pas sans risque, en définitive, la libre circulation des capitaux comporte sans doute des avantages mais aussi des risques. Elle révèle l'instabilité des régimes de change, montre combien la manipulation du taux de change dans une économie mondialisée et de libre-échange constitue une arme commerciale redoutable susceptible de favoriser la croissance. Il semble donc important de tracer un cadre de conduite volontariste qui soit respecté par les différents agents économiques. Une telle démarche peut paraître contraire à l'esprit d'ouverture, mais la mise en place d'un ensemble de règles minimales est une condition nécessaire à l'évolution des échanges

commerciaux et financiers. En tout état de cause, il serait exagéré d'idéaliser la convertibilité totale et une très grande prudence est de mise. La convertibilité présente des risques, notamment la fuite des capitaux et la spéculation. En effet, les faits économiques montrent que l'ouverture accroît les risques extérieurs et ont montré que sur une courte période de transition ou même durant les premières phases du processus de convertibilité totale, l'entrée et/ou la sortie massive des capitaux peuvent avoir des effets économiques et sociaux désastreux. En effet, des mouvements de capitaux massifs exercent une forte pression sur le taux de change et, par là même, sur la politique monétaire et les taux d'intérêt. Ils affectent aussi la stabilité du système financier et bancaire qui peut ainsi se fragiliser considérablement, voire devenir insolvable dans le cas d'une sortie massive.

A l'heure actuelle et eu égard au degré de développement économique atteint par le Maroc, nous estimons que la convertibilité devient désormais possible et pourrait donc être bénéfique. Il est en effet de plus en plus difficile de résister, d'être compétitif, dans un monde de mobilité accrue des capitaux et il faut donc se préparer à une convertibilité totale de la monnaie. Or, la théorie économique élémentaire nous enseigne que la mobilité des capitaux rend la fixité des taux de change incompatible, dans la durée, avec la souveraineté de la politique monétaire. Cette dernière entraîne donc un risque de change non négligeable, quel que soit le régime de change du pays. Le gouvernement doit donc continuer à concentrer ses efforts sur la mise en place d'un climat d'affaires toujours plus attractif pour les investisseurs étrangers. La convertibilité totale est une étape, semble-t-il, logique par rapport aux ambitions de ces pays. Les autorités doivent trouver la combinaison optimale dans le triangle d'incompatibilité de Mundell, à savoir entre régime de change, degré de mobilité des capitaux et efficacité de la politique monétaire car la libre circulation des capitaux rend la fixité des taux de change inadaptée avec la souveraineté de la politique monétaire.

Après avoir introduit, d'une manière générale, le sujet du travail, un détail de la problématique du sujet est indispensable, qui nous servira de fil conducteur et nous aidera de cerner le champ du travail et utiliser au mieux les diverses approches et méthodes pour tenter d'y répondre.

Problématique du sujet :

La réalité économique récente, caractérisée par la crise financière internationale, ainsi que les expériences de certains pays sur ce sujet rend plus difficile le fait de confirmer que toute procédure de libéralisation du compte de capital est synonyme de bien-être et de croissance.

La problématique est la suivante :

«Quels sont les risques et les opportunités de la convertibilité du compte de capital pour le Maroc ? »

Pour y répondre, Nous tenterons d'analyser le phénomène de la libéralisation financière dans l'optique d'une convertibilité de compte de capital pour le cas du Maroc, en répondant aux questions suivantes :

- *Quelles sont les conditions, a priori, pour réussir la convertibilité totale d'une monnaie? Ces conditions sont-elles relatives à chaque économie ou bien universelles?*
- *Dans le contexte d'après crise et d'une timide reprise de l'économie mondiale, pour le Maroc, s'agit-il d'un risque ou d'une opportunité le fait de convertir totalement leurs compte de capital? Quelle est l'état actuel des réformes entamées par le Maroc pour réussir la convertibilité?*
- *Comment d'autres expériences de convertibilité de compte de capital ont pu réussir a créé une croissance et d'autres étaient la source de graves crises bancaires et de change ? Quelles sont les leçons à retenir pour ces pays ?*

Architecture et méthodologie de travail

Ce mémoire sera organisé de la manière suivante :

- La première partie est divisée en deux chapitres, le premier chapitre sera consacré à la définition des concepts ainsi un balayage exhaustive des indicateurs lié à la libéralisation financière aussi que des indicateurs des crises bancaires, ces derniers vont être très utile pour l'estimation économétrique (2ème partie) afin d'essayer de montrer l'effet négative des crises bancaires sur la croissance. Le deuxième chapitre sera l'occasion de faire un survol de la de la littérature et l'état de la recherche actuel, en dégagant le maximum possible des approches (voir tableau récapitulatif annexe) traitant ce sujet depuis les plus anciennes jusqu'à l'état actuel de la recherche, ce travail va être bénéfique pour la suite de notre travail car ils nous fournira des pistes

et des bases théoriques, parfois vérifiées empiriquement, sur notre problématique et serai une prémisse pour la réponse à notre problématique.

- Dans la seconde partie, nous allons mettre le point sur l'aspect opérationnel de notre problématique, la démarche adoptée est divisée sur deux volets essentiels :

*D'abord une analyse approfondie des bilans des banques Marocaines pour détecter les faiblesses de ces institutions et leurs fragilités devant le risque de l'occurrence des crises bancaires tout en mettant le point sur la situation actuelle et les règles prudentielles mises en place.

*Ensuite, pour évaluer les opportunités de croissance liées à la libéralisation du compte de capital, on procédera par une modélisation économétrique à l'aide des techniques de la théorie de la Cointégration pour voir l'effet à long terme de cette libération sur la croissance au Maroc.

Après avoir achevé ces deux volets de l'analyse on aura une visibilité basée sur des résultats et des observations empiriques qui va nous permettre de bien situer le cas Marocain pour en donner un bilan analytique et les visions d'avenir, cela fait l'objet de la conclusion de ce travail.

PARTIE I

**Libéralisation du compte de capital :
Définitions, revue de la littérature et état de la
recherche**

*« Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité, et ils
ne voient la nécessité que dans la crise. »*

Jean Monnet (1888-1979), un homme d'État français.

CHAPITRE I : Définitions et mesures de l'ouverture du compte de capitale

I. Définitions et généralités⁴ :

Le compte de capital de la balance des paiements d'un pays expose divers flux financiers — principalement les investissements directs étrangers (IDE), les investissements de portefeuille et les emprunts bancaires — qui ont comme point commun l'acquisition d'actifs d'un pays par des résidents d'un autre pays. En principe, il est possible de contrôler ces flux en les imposant à des restrictions lorsqu'ils passent par des circuits officiels.

La libéralisation du compte de capital peut être définie, d'une manière générale, comme l'assouplissement des restrictions appliquées aux flux de capitaux traversant la frontière d'un pays. Il en découle normalement un plus haut degré d'intégration financière à l'économie internationale sous forme d'entrées et de sorties de capitaux plus importantes. Il y a toutefois, sur le plan de l'intégration financière, une grande différence entre la pratique et la théorie. Certains pays - par exemple, en Amérique latine dans les années 70 et 80 - ont eu du mal à ralentir les sorties de capitaux en période de crise économique en dépit d'un contrôle apparemment généralisé. À l'opposé, nombre de pays en développement, dont quelques-uns en Afrique, n'appliquent guère de contrôle et n'ont pourtant reçu que peu de capitaux. Cela montre en outre combien il est difficile de mesurer le niveau de contrôle des flux de capitaux et, partant, le degré de libéralisation du compte de capital. Le FMI (qui a compétence sur les restrictions aux transactions courantes, mais non aux opérations en capital) tient une liste détaillée des restrictions appliquées par les pays membres aux opérations en capital. Mais même celles-ci ne fournissent, au mieux, que de vagues indications, car elles ne permettent pas de mesurer l'intensité ou l'efficacité du contrôle des flux de capitaux.

En théorie, la libéralisation du compte de capital devrait permettre une répartition mondiale plus efficiente des capitaux, qui seraient acheminés des pays industrialisés riches en capital vers les économies pauvres en capital. Cette initiative devrait présenter des avantages pour tous — en garantissant un taux de rendement plus élevé sur l'épargne des particuliers dans les pays industrialisés, et en accroissant le taux

⁴ M. Ayhan Kose et Eswar Prasad, « *La libéralisation du compte de capital* », *Finances & Développement*, Septembre 2004, pages 50 et 51.

d'expansion économique, le niveau de vie et les possibilités d'emploi dans les pays en développement.

L'accès de ces pays aux marchés de capitaux devrait leur permettre de «se garantir» contre les fluctuations du revenu national au point de rendre relativement moins volatil le niveau de la consommation nationale. Comme les périodes de crise ne sont pas synchronisées entre les pays, les flux de capitaux peuvent, dans une certaine mesure, compenser la volatilité du revenu national.

La libéralisation du compte de capital peut en outre être considérée comme un signe de l'attachement du pays à une bonne politique économique. Pour un pays dont le compte de capital est ouvert, l'impression d'une détérioration du cadre de sa politique économique pourrait être sanctionnée par les investisseurs intérieurs et étrangers, qui pourraient en retirer soudainement leurs capitaux. Les décideurs sont ainsi fortement encouragés à adopter et maintenir des politiques saines, avec leurs avantages manifestes pour la croissance à long terme. Les entrées de capitaux résultant de la libéralisation devraient par ailleurs faciliter le transfert des compétences étrangères en matière de technologie et de gestion et encourager le développement financier et la concurrence favorisant ainsi la croissance.

Cependant, les faits ne sont pas aussi irréfutables que la théorie. Certes, les marchés émergents qui ont libéralisé leur compte de capital ont généralement enregistré, en moyenne, un taux de croissance plus élevé que ceux qui ne l'ont pas fait, mais rien n'implique l'existence d'une relation de cause à effet. Il ressort des analyses statistiques que, compte tenu des effets des autres facteurs, le lien de cause à effet entre la libéralisation du compte de capital et la croissance a été, au mieux, peu étroit.

Certains faits laissent penser que les marchés émergents n'ont pu mettre à profit leur accès aux marchés financiers internationaux pour réduire la volatilité de la consommation. En fait, les crises financières qui ont éclaté dans ces économies ont été associées à une forte baisse du revenu aussi bien que de la consommation. Et il semble que l'accès de ces pays aux marchés de capitaux internationaux comporte un important élément pro-cyclique. Les investisseurs internationaux sont disposés à leur accorder des prêts en période faste, mais tendent à se retirer lorsque les temps sont durs, amplifiant ainsi les fluctuations macroéconomiques intérieures. La libéralisation en vaut-elle le risque? Comme la plupart des fois en pareil cas, la réponse est que : *cela dépend*. La libéralisation n'est clairement pas pure bénédiction et comporte de

gros risques si elle s'opère dans des circonstances défavorables, en particulier sans politiques de soutien.

La libéralisation du compte de capital dans un régime de taux de change fixes, en particulier lorsque les politiques macroéconomiques intérieures ne sont pas adaptées aux exigences du régime, a été suivie de crises dans nombre de pays. Les pays qui ont maintenu le contrôle des capitaux ou ne l'ont assoupli que peu à peu tout en passant à un régime de change plus flexible ont l'air, en général, de s'en être mieux sortis. La faiblesse des fondamentaux économiques peut aussi poser un problème. Par exemple, la libéralisation peut aggraver les risques liés à une politique budgétaire imprudente en permettant des emprunts extérieurs excessifs. La libéralisation prématurée du compte de capital comporte de graves risques lorsque la réglementation et la surveillance financières sont inadéquates. Si le système bancaire n'est pas strictement réglementé et qu'il existe d'autres distorsions sur les marchés de capitaux intérieurs, il peut y avoir une mauvaise affectation des capitaux reçus de l'étranger, qui créerait beaucoup de problèmes.

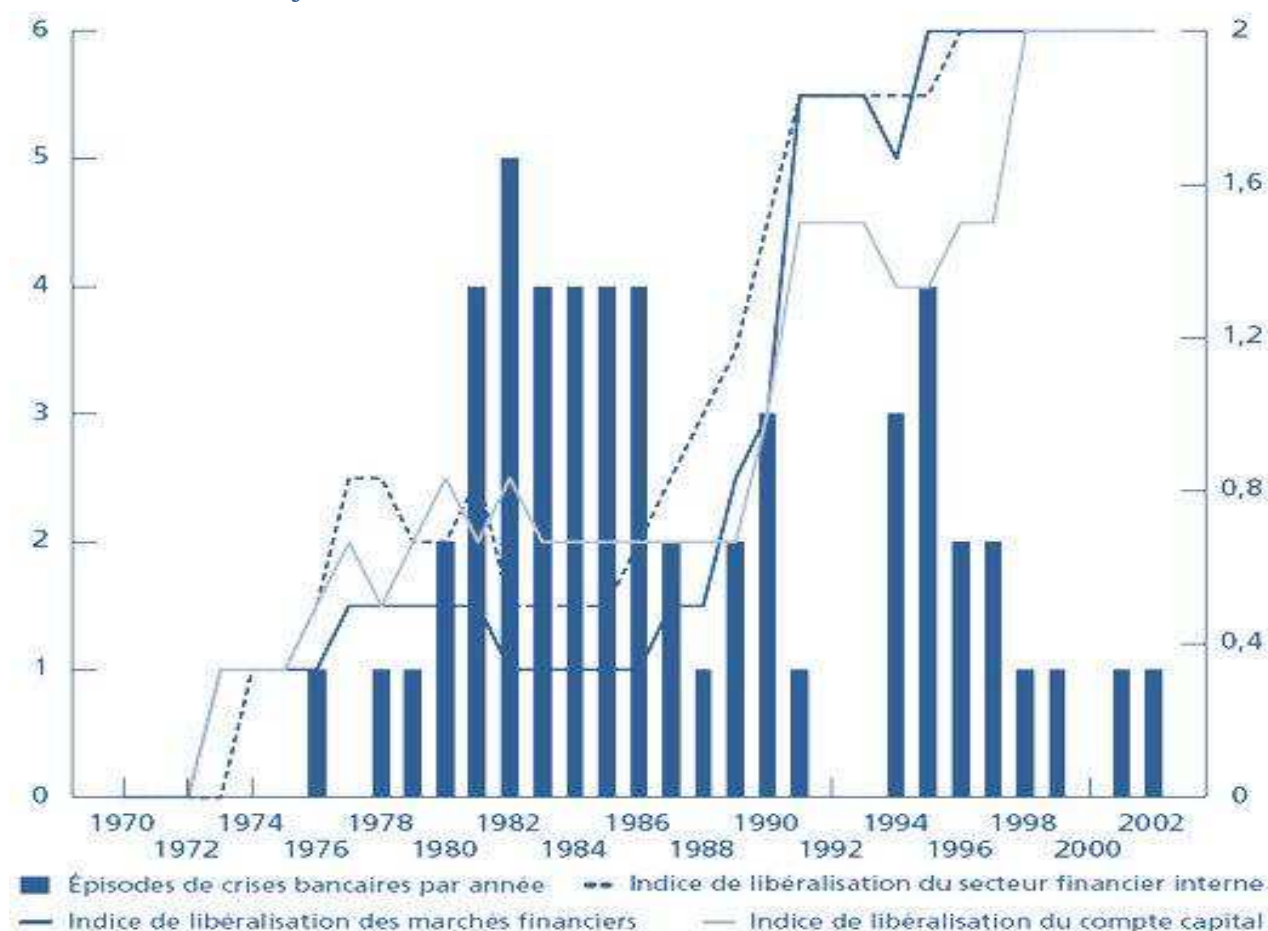
Les faits donnent à penser que des risques transitoires sont associés à la libéralisation du compte de capital, mais il peut s'avérer futile et contre-productif de résister longtemps à la libéralisation à mesure que les forces de la mondialisation progressent, il devient plus difficile pour les pays de maintenir fermé leur compte de capital. Une ouverture croissante aux échanges internationaux accroît les possibilités de contourner les restrictions aux flux de capitaux par une sous-facturation ou surfacturation des transactions commerciales. Par ailleurs, les investisseurs étant plus alertés et les marchés financiers mondiaux plus complexes, il est beaucoup plus facile de déplacer les capitaux sous différents couverts.

Une stratégie éventuel consiste à accepter les risques et à aller de l'avant tout en les maîtrisant autant que possible. C'est l'histoire et l'expérience internationale qui serviraient alors de guide. Des politiques et institutions intérieures solides, un cadre réglementaire propre à promouvoir un secteur financier sain et efficient, ainsi que des systèmes et procédures efficaces de suivi des flux de capitaux accroissent fortement les chances d'assurer que ces flux favorisent une croissance durable.

En particulier, les avantages de la libéralisation des flux de capitaux sous forme d'une croissance plus rapide et d'une volatilité plus faible semblent être des plus confirmés pour les pays industrialisés, qui ont généralement le compte de capital le plus ouvert. Aussi contraire à l'intuition que cela puisse paraître, l'expérience relativement plus

positive des pays industrialisés laisse donc penser que, pour les pays en développement, la réponse réside dans une intégration financière plus — et non pas moins — poussée. Mais seulement si elle s'opère comme il convient. Fait plus notable, dans toutes les économies avancées et dans beaucoup d'autres pays, la libéralisation du compte de capital est prise pour acquis (voir graphique 1) quel que soit le risque éventuel d'une crise bancaire: aucun des pays (plus particulièrement en Afrique et le Moyen-Orient) qui ont libéralisé leur compte de capital ces récentes décennies n'a inversé le processus autrement qu'à titre temporaire.

Graphique 1 - Libéralisation financière et épisodes de crises en Afrique et Moyen-Orient



*Source : Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR), avril 2004.

II. Mesure de l'ouverture financière et construction des indicateurs:

II.1 Indicateurs de la libéralisation financière

La construction d'une base de données sur la libéralisation financière est pleine de difficultés. En effet, l'information sur l'évolution des réglementations financières et en particulier celles relatives au secteur financier reste partielle et fortement subdivisée. Une base de libéralisation financière mise à disposition par Kaminsky et Schmukler

(2002)⁵ pour vingt-huit pays développés et en développement, permet de remédier à ces insuffisances. Les données fournies permettent d'exposer de manière détaillée et exhaustive l'évolution de l'ensemble des réglementations touchant les secteurs financiers depuis 1973, et permettent d'éclairer sur le degré et l'intensité de la libéralisation, ainsi que les périodes de retour du contrôle. Cette chronologie de libéralisation financière sera donc retenue à titre principal dans le cadre de cette partie. Toutefois, pour combler le manque d'information pour les pays d'Afrique non contenus dans l'échantillon de Kaminsky et Schmukler (2002), d'autres travaux portant sur la libéralisation financière dans cette région ont dû être utilisés⁶.

La libéralisation financière est définie comme un processus de démantèlement de toute forme de contrôle réglementaire quantitatif ou qualitatif à caractère restrictif imposé par l'État sur les structures institutionnelles, les instruments et les activités des agents sur différents segments du secteur financier, non seulement au niveau interne mais aussi à l'échelle internationale. Ces politiques visent à améliorer l'efficacité du système financier, à réduire les risques liés aux variations de change et de taux d'intérêt, et à satisfaire de nouveaux besoins de financement. Un système financier libéralisé se caractérise par un triple mouvement de libéralisation du secteur financier interne, d'ouverture des marchés financiers et du compte de capital⁷.

Ces trois dimensions de la libéralisation financière sont mesurées par des indicateurs détaillés, prenant en compte à la fois les aspects multidimensionnels, et l'intensité de la libéralisation financière. Ainsi ces indicateurs permettent de distinguer, d'une part, les trois dimensions de la libéralisation – les marchés financiers, le secteur financier (bancaire) interne, et le compte de capital – et d'autre part, trois régimes de libéralisation : totalement libéralisé, partiellement libéralisé ou administré. L'indice de libéralisation de chaque secteur financier varie entre 0 et 2. Il prend la valeur 0 lorsque le secteur financier est administré, quand toutes les restrictions restent en place ; la valeur 2 lorsqu'il est totalement libéralisé, quand toutes les dimensions ont été libéralisées ; et une valeur comprise entre 0 et 2 lorsqu'il est partiellement libéralisé, quand au moins une dimension a été libéralisée.

⁵ Sergio L. Schmukler & Graciela Laura Kaminsky, 2003. "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization," IMF Working Papers 03/34, International Monetary Fund.

⁶ Bekeart et Harvey, Hall, 2003; Jbili et al., 1997 ; 2000 ; Bandiera et al., 2000.

⁷ McKinnon, 1973. Un développement plus détaillé de cette approche fera l'objet d'une partie plus loin.

Reprenant la méthodologie définie par Kaminsky et Schmukler (2002), on distingue :

- la libéralisation du compte de capital comprend l'abandon du contrôle sur les emprunts étrangers, les flux de capitaux étrangers et les opérations de change.
- la libéralisation du secteur interne, qui concerne essentiellement le secteur bancaire, comprend la libéralisation des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs, et des crédits, la réduction ou la suppression des réserves obligatoires, et les mesures destinées à renforcer la concurrence ;
- l'ouverture des marchés financiers englobe la suppression des restrictions sur les titres pour les résidents et les étrangers, le rapatriement du capital, des intérêts et des dividendes ;

II.2 Indicateurs des crises bancaires⁸

Les indicateurs relatifs aux crises bancaires, varient largement selon les travaux. En effet, les crises bancaires ne font pas l'accord quant à leur définition, leurs coûts, leurs dates et leur durée. La raison demeure dans le fait que les crises consistent en une atteinte au fonctionnement des systèmes bancaires dont la mesure est trop complexe et peut difficilement être réduite à de simples indicateurs statistiques, tels que la part des crédits non-performants. Elle dépend plus de jugements d'experts en la matière et diffère selon les critères utilisés et les définitions choisies. De nombreuses définitions des crises bancaires et de leurs périodes existent dans la littérature empirique. La méthodologie de ces travaux présente deux faiblesses majeures. La première consiste dans le fait que les crises bancaires sont identifiées avec un retard dans la mesure où toutes les données relatives aux coûts des crises et leur résolution sont disponibles en période post-crise. Des critères comme la nationalisation et les fermetures des banques ne s'appliquent que lorsque la crise s'est déjà propagée à toute l'économie. La seconde réside dans le fait que les travaux identifient en général uniquement les crises sévères ; les crises qui ont été résolues avec succès ne sont pas prises en considération, de même que les politiques correctrices mises en œuvre.

L'analyse des crises bancaires de Caprio et Klingebiel (2003)⁹ apparaît comme la plus pertinente dans la mesure où celle-ci contient les données les plus exhaustives sur les

⁸ Un tableau récapitulatif des indicateurs des crises bancaires en Annexe 2 « *Les indicateurs de crises bancaires dans les pays émergents : synthèse des résultats de la littérature empirique* ».

crises s'étalant de 1975 jusqu'à fin 2002 et recense le nombre le plus large de pays émergents.

On définit une crise bancaire comme une situation dans laquelle les banques font face à des créances douteuses et une accumulation de crédits non-performants. Elles rencontrent des problèmes financiers graves, qui entraînent une série de retraits massifs de dépôts, de fermetures prolongées des banques, de paniques ou des faillites bancaires, et qui engagent un large mouvement de prise en charge par l'État, de garanties publiques généralisées sur les dépôts ou de nationalisation des banques. Deux formes de crises bancaires sont distinguées, les crises systémiques ou crises profondes, et les crises non-systèmeiques ou crises ponctuelles. Les crises systémiques sont une situation de défaillances concernant une grande partie du secteur bancaire, ou certaines banques ayant une part importante des actifs du système financier. Alors que les crises non-systèmeiques se définissent comme des difficultés financières circonscrites à quelques banques de petite et moyenne taille.

CHAPITRE II : Revue de la littérature et état actuel de la recherche

I. Les fondements théoriques de la libéralisation du compte de capital

La théorie économique de la libéralisation du marché financier distingue deux grandes écoles: l'école de la répression financière et l'école néo-structuraliste. La thèse de la libéralisation financière trouve ses origines théoriques dans les écrits des deux économistes de l'école de Stanford: McKinnon (1973) et Shaw (1973). Ces deux auteurs exposent la libéralisation du secteur financier comme une stratégie simple et efficace pour accélérer la croissance économique. Cette notion de libéralisation financière est venue comme réponse à ce que les deux auteurs ont appelé "Répression Financière". Par contre, à la même époque, Taylor (1983) et Van Wijnbergen (1983) ont contesté le bien-fondé de la libéralisation financière. En se basant sur une vision structurelle de l'économie, ils ont estimé qu'une politique de libéralisation financière ne mènerait qu'à un ralentissement de la croissance économique.

I.1. Les approches de la libéralisation financière

L'approche de McKinnon et Shaw (1973) : McKinnon et Shaw (1973), ont démenti l'idéologie de la répression financière et ils ont fourni un nouveau modèle dans la

⁹ Banking Crises Database Gerard Caprio, Daniela Klingebiel, Luc Laeven, and Guillermo Noguera, An update of the Caprio-Klingebiel Database (1996, 1999) October 2003.

conception des politiques financières. Leur thèse montre que les restrictions gouvernementales imposées sur le fonctionnement des institutions financières les banques et telles que les plafonnements des taux d'intérêt, l'encadrement des crédits, et le maintien des réserves obligatoires très élevées, peuvent affecter inversement la qualité et la quantité des investissements et détournent ainsi le développement financier. Mais, à l'inverse, la libéralisation du secteur financier à travers certains instruments tels que la dérégulation du taux d'intérêt serait à même d'augmenter la croissance économique. Ils remarquent que la plupart des pays en développement ont été, durant les années 1950 et 1960, financièrement reprimés. Une situation qui s'est caractérisée par une intervention tendue des gouvernements dans le secteur financier en plafonnant les taux d'intérêt, en orientant et en rationnant les crédits et en exigeant de la part des banques le maintien des réserves obligatoires trop élevées. Cette répression financière, d'après McKinnon (1973) et Shaw (1973), mènerait à un retard de la croissance économique. Ang (2009) affirme que la thèse de la libéralisation financière développée par McKinnon et Shaw (1973) propose que les distorsions du secteur financier, comme les crédits accordés à des taux d'intérêts artificiellement bas, des programmes de rationnement des crédits, et l'exigence des banques à maintenir des réserves obligatoires élevées, réduisent l'épargne, empêchent une allocation efficace des ressources et retardent l'accumulation des bénéfices.

Par contre, l'élimination de ces distorsions approfondit de manière significative les systèmes financiers et stimule donc la croissance économique. Leur cadre d'analyse se concentre sur les contrôles des taux d'intérêt, en particulier, le plafonnement des taux d'intérêts qui peuvent déformer l'économie de plusieurs façons. D'abord, il peut décourager les investisseurs d'investir dans des projets à fort risque mais potentiellement à rendement supérieur. Deuxièmes, les intermédiaires financiers peuvent se comporter comme des averses au risque et offrent des crédits préférentiels aux emprunteurs établis. Troisièmes, les emprunteurs qui obtiennent leurs fonds à des coûts proportionnellement faibles, peuvent choisir d'investir seulement dans des projets à forte intensité des capitaux. Par conséquent, ils plaident en faveur de la libéralisation des secteurs financiers par le biais de la suppression des restrictions sur le taux d'intérêt, et en permettant aux marchés de déterminer son propre allocation de crédit afin d'approfondir le système financier, et permettre la croissance de l'investissement.

En évoquant cette situation de répression financière, l'économie mondiale avance que: *"Financial repression refers to the notion that a set of government regulations,*

laws, and other non-market restrictions prevent the financial intermediaries of an economy from functioning at their full capacity."¹⁰. Ainsi, la situation de répression financière renvoie à la notion selon laquelle une intervention extrême des gouvernements empêche les intermédiaires financiers de fonctionner en pleine capacité. En outre, plusieurs sont les instruments pouvant être mis en place dans une économie financièrement réprimée. Parmi lesquels, on peut citer la fixation des taux d'intérêt réel à des niveaux inférieurs à celui du marché; elle constitue la caractéristique d'une économie financièrement réprimée, ou l'Etat peut se financer à moindre coût. En revanche, elle provoque une baisse du niveau de l'épargne et de celui de l'investissement. D'autres instruments expliquant la situation de répression financière sont essentiellement la constitution des réserves obligatoires, l'encadrement de crédit, les contrôles de capitaux, et les restrictions à l'entrée au secteur financier.

De ce fait, plusieurs économistes ont conseillé que la situation de répression financière détourne une allocation efficiente des capitaux et entrave par la suite la croissance économique. Alors que, la politique de libéralisation financière consistant principalement à augmenter les taux d'intérêts nominaux de manière à ce que les taux réels servis sur les dépôts soient positifs, va stimuler l'épargne et donc supporter une croissance économique durable.

Les travaux de McKinnon et Shaw (1973) ont donné naissance à une importante littérature économique. Kapur (1976) fut un des premiers à compléter l'analyse en l'intégrant dans un modèle dynamique. Il dénote qu'il est favorable d'augmenter le taux nominal servi sur les dépôts plutôt que de réduire le rythme de croissance de la masse monétaire. Ainsi, la première solution permet de réaliser deux objectifs: la réduction de l'inflation (grâce à une diminution de la demande de monnaie) et la stimulation directe de l'épargne. De plus, Roubini et Sala-i-Martin (1992), ont été les premiers ayant trouvé empiriquement un effet négatif de la répression financière sur la croissance économique. Ainsi, ils ont montré théoriquement et empiriquement qu'une économie libéralisée se développe plus rapidement qu'une économie où la répression financière est utilisée. De plus, Honig (2008) a montré que la mobilité des capitaux présente des avantages majeurs particulièrement une allocation efficiente des ressources. Elle constitue une autre source de financement des investissements domestiques dans les pays pauvres, et elle offre la possibilité de varier le risque et d'encourager le développement financier. Emran et Stiglitz (2009), quant à eux, ils dénotent que *"A liberalized and competitive financial market is viewed as a*

¹⁰ L'économie mondiale, p. 1.

necessary and enabling factor for the success of private sector led development"¹¹. Autrement dit, un marché concurrentiel et libéralisé est considéré comme une condition nécessaire à la réussite du secteur privé afin de favoriser le développement financier.

Cependant, certains arguments inverses suggèrent que la libéralisation financière n'entraîne pas nécessairement une hausse de développement financier. En effet, l'échec des expériences de libéralisation financière dans de nombreux pays en développement a été à l'origine de l'émergence de plusieurs analyses découlant de nouveaux courants théoriques. Mentionnons principalement les analyses des neostructuralistes de Taylor (1983) et de Van Wijnbergen (1983). Leurs critiques reposent sur la remise en cause du lien entre la répression financière et l'existence d'un secteur financier non officiel.

L'école néo-structuraliste : Les marchés financiers informels sont au centre de l'analyse neo-structuraliste. En effet, cette école se réfère principalement à l'existence des marchés financiers informels et leur attribue une grande efficacité en matière d'allocation des ressources. Dans ce contexte, Ang (2009) stipule que, les analyses neo-structuralistes suggèrent que l'effet d'une faible taxation sur les systèmes financiers peut réduire les flux de crédits accordés au secteur privé, et dissuader, par la suite, l'activité de l'intermédiation financière. Ainsi, étant donné que les systèmes financiers formels sont assujettis aux réserves obligatoires élevées, l'hypothèse des neo-structuralistes soutient l'idée selon laquelle les marchés financiers informels fonctionnent plus efficacement en matière d'intermédiation entre les épargnants et les investisseurs que les marchés financiers formels.

Pour les neo-structuralistes, les prêts sur les marchés informels apparaissent comme une alternative aux dépôts bancaires. Ils estiment que le secteur non officiel est, par défaut, plus opérant que le secteur bancaire. Ce dernier est obligé de constituer des réserves obligatoires représentant une certaine fraction des dépôts.

Cette hypothèse fondamentale des réserves obligatoires est considérée, dans le modèle neo-structuraliste, comme un obstacle à l'intermédiation financière en ce sens qu'elle diminue l'offre réelle totale de crédit. La vision neo-structuraliste reposant sur deux hypothèses essentielles qui semblent peu satisfaisantes: l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources et la constitution des réserves obligatoires par le

¹¹ Emran et Stiglitz (2009), p. 2.

secteur bancaire, pose également certains problèmes entraînant sa remise en cause. Il s'agit de :

-la constitution de réserves obligatoires par le secteur bancaire, qui représente selon Kapur (1992) un gage de liquidité à court terme et donc accroît la sécurité du système bancaire. Par conséquent l'avantage du secteur officiel, c'est sa liquidité. Si le secteur informel veut connaître la même sécurité il doit, lui aussi, constituer des réserves. En l'absence de celles-ci, les agents courent un risque de liquidité important qui explique le niveau élevé des taux d'intérêts sur les marchés informels.

-l'efficacité attribuée au marché informel quant à l'allocation des ressources est remise en cause. En effet, il est important de citer qu'il n'y a pas de marché financier informel homogène. Mais plutôt, il représente une multitude de micromarchés géographiques n'ayant que peu de rapports entre eux et prenant des formes très distinctes (prêteurs individuels...). Dans ces conditions, il paraît difficile de parler de taux d'intérêt unique d'équilibre du secteur non officiel. De plus, Christensen (1993) a montré que le secteur financier informel n'exerce pas réellement une activité d'intermédiation financière qui nécessite d'effectuer à la fois les opérations de mobilisation de l'épargne et de financement (prêts et investissements) grâce à la transformation des ressources courtes en emplois longs. Généralement les prêts sur le marché financier informel sont de faibles montants et ont une maturité très courte et on enregistre souvent une relative spécialisation de l'activité: la collecte de l'épargne ou l'activité de prêts.

Sur un autre angle, d'autres analyses ont essayé de contester les effets favorables de la libéralisation financière sur le développement économique. Citons, à titre d'exemple, l'étude de Hellmann et al. (1996) qui a montré que, dans un équilibre concurrentiel, les banques n'ont aucun intérêt à attirer de nouveaux clients, puisque leurs profits marginaux sur les dépôts sont nuls résultants d'une concurrence acharnée. Cependant, si le gouvernement impose un plafond des taux d'intérêt servis sur les dépôts, les banques peuvent réaliser des profits positifs. Caprio et Klingebiel (1996), Niimi (2000), et Gruben, Roo et Moore (2003), quant à eux, ils ont conclu que les banques ont plus de chance de générer des pertes dans un régime libéralisé que sous la répression financière.

Dans ce qui précède, nous avons pu présenter la controverse qui oppose l'école de la répression financière à l'école neo-structuraliste concernant le bien-fondé de la libéralisation financière en tant que facteur générateur de la croissance économique. Dans ce qui suit, nous exposons les différentes formes de la libéralisation financière.

I.2. Les formes de la libéralisation financière

Un système financier libéralisé s'explique par un triple mouvement de dérégulation du secteur financier domestique, de libéralisation des marchés financiers et d'ouverture du compte de capital.

i. la libéralisation du secteur financier interne (*LSFI*): c'est la dérégulation des taux d'intérêt, des crédits et l'abandon des réserves obligatoires et les mesures destinées à renforcer la concurrence bancaire.

* La libéralisation des taux d'intérêt: comprend l'élimination du contrôle, de la fixation et du plafonnement des taux d'intérêts débiteurs et créditeurs.

* La libéralisation des crédits: c'est la suppression du contrôle, de l'orientation vers les secteurs prioritaires, du plafonnement des crédits pour d'autres secteurs et la réduction ou la suppression des réserves obligatoires.

* La libéralisation de la concurrence bancaire: correspond à l'élimination des limites à l'installation et à la participation des banques domestiques et étrangères, des restrictions liées à la spécialisation des banques et à l'établissement des banques dites universelles.

ii. la libéralisation des marchés financières (*LMF*): elle signifie la suppression des restrictions sur les titres pour les résidents et les étrangers, le rapatriement du capital, des intérêts et des dividendes.

iii. l'ouverture du compte de capital (*LCC*): elle représente l'abandon du contrôle sur les emprunts étrangers, les flux de capitaux étrangers et les opérations de change.

II. Etat actuel de l'analyse empirique

La littérature excessive sur ces questions ne nous permet pas de concevoir un inventaire exhaustif qui dépasserait largement l'ambition de ce mémoire. Toutefois, on s'est attaché à relever une vingtaine d'études empiriques afin d'évaluer l'état de la réflexion (Annexe 1). Le nombre de travaux identifiant un effet positif significatif de la libéralisation sur la croissance sont à l'ordre de neuf travaux, ce nombre est légèrement inférieur à celui des travaux dont les résultats sont mitigés et non

significatifs, on trouve douze. Pour le nombre des études établissant une relation négative est nettement moins importante, on en a retenu que deux.¹²

Ce premier constat quantitatif amplement biaisé semble néanmoins inspiré une certaine méfiance quant à l'efficacité de la libéralisation tant le nombre d'études ne parvenant pas à établir une relation positive puissante est important, d'autant que parmi elles on trouve de nombreuses conduites par des auteurs plutôt favorables à la libéralisation. Pour dépasser ce premier constat, nous allons nous intéresser aux canaux de transmission à travers lesquels les améliorations sont censées se réaliser.

Les motifs usuels sont l'accroissement de l'épargne et par conséquent le niveau de l'investissement par la baisse du coût du capital grâce à la libéralisation du compte de capital (Quinn [1997]) ou le marché des titres (Bekaert et alii [2001a]). Le développement du marché des titres doit faciliter le recours au marché par les entrepreneurs, en réduisant les coûts d'intermédiation bancaire tout en permettant une amélioration de la rémunération de l'épargne (Fuchs-Schundeln et Funke [2001]). Le perfectionnement de l'efficacité, pour une augmentation de la diversification des risques permettant une meilleure mobilisation (Edison et alii [2002b], McLean et Shrestha [2002], et allocation de l'épargne (Areta et alii [2001]). L'accroissement du rôle du système bancaire dans la fourniture de crédit à l'économie joue également un rôle déterminant dans l'accès à l'épargne (Tornell et alii [2003]). Enfin, l'ouverture du compte de capital en autorisant plus aisément les IDE doit favoriser les transferts technologiques (McLean et Shrestha [2002]).

Sur ces canaux de transmission viennent s'ajouter des conditions supplémentaires qui permettent d'augmenter les effets avantageux de la libéralisation des divers secteurs du système financier. Elles composent même dans les études qui ne parviennent pas à établir un effet positif une condition nécessaire pour qu'apparaissent les effets souhaités de la libéralisation sur l'accumulation du capital. On peut définir trois groupes principaux d'arguments, (i) le niveau de développement et de stabilité économique, (ii) la qualité des institutions encadrant la libéralisation, et (iii) les facteurs de nature politique : le niveau des libertés publiques et « l'homogénéité éthique » (Chanda [2001]).

Pour les études qui établissent une relation positive, l'élément qui améliore les effets de la libéralisation paraissent particulièrement sensible au cadre institutionnel

¹² Voir les détails Annexe 1 « Synthèse des travaux empiriques portant sur l'effet de la libéralisation du compte capital sur la croissance ».

puisque quatre études sur neuf soulèvent cette question. Les études qui ne parviennent pas à identifier une relation entre libéralisation et développement place au même niveau le développement des pays dans lesquels ont lieu les réformes (Klein et Olivei [2000], Klein [2003], Edwards [2001], Calderon et alii [2004]) et le cadre institutionnel (Kraay [1998], Klein [2005], Bonfigoli et Mendicino [2004]). Un autre élément vise à expliquer les ambiguïtés des effets induits par la libéralisation repose sur la dynamique entraînée par les réformes.

Pour les premiers, les effets de la libéralisation sont négatifs à court termes tandis qu'ils seraient positifs à moyen termes (Loayza et Rancière [2002]), pour un second les effets à court termes sont positifs tandis que les effets à moyen termes se révéleraient négatifs (Fratzscher et Bussière [2004]). Un dernier facteur réside dans la stabilité macroéconomique (Edison et alii [2002a]) et les gestions des crises.

Loayza et Rancière (2002) découvrent que les crises ont un impact négatif sur la croissance et qu'elles sont à l'origine de l'ambiguïté des effets de la libéralisation (Eichengreen et Leblang [2003]). La capacité à prévenir ces crises joue donc un rôle essentiel pour ne conserver que les effets positifs de la libéralisation, mais cette séparation paraît assez imaginaire et ignore les effets de cycles financiers.

Un dernier groupe d'auteurs prône l'absence d'effet de la libéralisation sur le développement (Grilli et Milesi-Ferri [1995] et Rodrik [1998]). Leurs études sont fondées sur l'indicateur Share¹³, établi par le FMI qui permet de définir une variable instrumentale pour les années où la libéralisation du compte de capital est effective.

Ces résultats sont donc plus tranchés que ceux établis par Klein et Olivei (2000) avec des méthodes très proches et soulignent que malgré l'absence des résultats positifs attendus, la plupart des auteurs se joignent à établir des hypothèses auxiliaires pour sauvegarder l'intuition initiale d'effets positifs de la libéralisation financière sur la croissance et le développement pour les pays en voie de développement.

III. La libéralisation financière à l'épreuve des faits

Dès le milieu des années soixante-dix et plus encore dans les années quatre-vingt, on a assisté à un mouvement mondial de dérégulation des marchés financiers. Cette tendance s'est traduite par une libéralisation des systèmes bancaires et financiers, par

¹³ Indicateur utilisant les données du FMI et visant à déterminer la période durant laquelle le compte de capital est considéré comme libéralisé. (1966-95)

une privatisation des institutions financières et des banques et par l'élimination graduelle des contrôles des changes sur les mouvements des capitaux. Ainsi, un nombre croissant de pays émergents s'est impliqué dans ce processus de dérèglementation étant donné qu'ils sont caractérisés par des marchés financiers sous-développés, une obscurité accrue au sein de systèmes bancaires fragiles, un volume important de créances douteuses et litigieuses et parfois par un environnement légal, institutionnel et réglementaire inadapté. Ainsi, avec le déclenchement du mouvement de dérèglementation financière à partir de la fin des années soixante-dix, on a assisté à un accroissement du nombre de crises bancaires dans les pays émergents. On peut citer la crise mexicaine de 1981-1991, les crises argentines de 1980-1982, 1989-1990 et 2001-2002 ainsi que les crises asiatiques de 1997-2003.¹⁴

En Amérique Latine (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Venezuela), depuis le début des années 1970, ont entamé de processus de libéralisation financière. Il s'est traduit par une hausse excessive des taux d'intérêt réel, des entrées spéculatives de capitaux et finalement, il a été suivi par l'apparition de graves crises bancaires, généralement systémiques, vers la fin de la décennie et au cours des années 1980. A titre d'exemple, la libéralisation financière en Chili a été manifestée par une dérégulation des taux d'intérêt suivie d'une privatisation des banques publiques, d'une élimination complète des contrôles à l'entrée dans le secteur financier et plus généralement de l'abolition de toute forme de surveillance de l'activité bancaire. Sur le plan externe, tous les obstacles à l'entrée et à la sortie furent abolis. Les résultats de cette ouverture financière furent catastrophiques, les faillites bancaires se multiplient et ne se limitent pas à un seul secteur bancaire.

Villanueva et Mirakhor (1990) ont rapporté que le nombre de faillites d'entreprises s'est multiplié de façon grave entre 1974 et 1982. Par conséquent, les résultats obtenus au Chili suite au mouvement de libéralisation financière vont largement dans le sens des opposants à celle-ci. Dans les pays asiatiques (Bangladesh, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Sri Lanka et Thaïlande), suite au mouvement de libéralisation des flux de capitaux, le nombre des crises bancaires a été amplifié vers la fin des années 1990.

Ainsi, les mécanismes de dérèglementation financière mis en œuvre par l'ensemble des pays asiatiques ont été traduits essentiellement par l'élimination du contrôle des

¹⁴ Voir Annexe 3 « *Épisodes de crises selon leur niveau de sévérité (systémique/non systémique) et date de début de la libéralisation financière* ».

mouvements de capitaux, la dérégulation des taux d'intérêt et la suppression des coefficients de réserves obligatoires imposés aux banques. Cette ouverture financière se manifeste par des entrées remarquables de capitaux. Grondin et Bernou (2001) ont dénoté que les flux de capitaux ont été triple durant la première moitié des années 1990 dans les cinq pays du Sud-est asiatiques qui sont l'Indonésie, les Philippines, la Malaisie, la Corée du sud et la Thaïlande, passant d'environ milliards de dollars en 1990 à 66 milliards en 1996¹⁵.

Toutefois, les premières expériences, en Corée de Sud et Taiwan, ont été un succès. En effet, ces deux pays ont choisi, au début des années 1980, une libéralisation partielle: ils ont privilégié la libéralisation financière intérieure en interdisant les entrées de capitaux étrangers. Cette libéralisation financière a généré une forte augmentation des dépôts bancaires et elle a stimulé la croissance économique. Par contre, cette croissance a été exprimée par un accroissement de la part des actifs improductifs dans les portefeuilles des agents. Ceci montre que la dérèglementation financière n'accroît pas nécessairement l'efficacité allocative des ressources car elle ne permet pas l'élimination des distorsions du marché.

Dans les pays d'Afrique et Moyen-Orient (Afrique du Sud, Egypte, Maroc, Tunisie, Turquie et Zimbabwe) la libéralisation financière était plus faible et plus tardive.

Ceci n'a, cependant, pas entravé l'avènement des crises bancaires qui sont moins sévères et moins nombreuses. Ainsi, pour le cas des pays de Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie), ils ont préparé un programme de réformes du secteur financier avant de mettre en place un processus de libéralisation financière. En Algérie et en Tunisie, la libération du taux d'intérêt a été entreprise en parallèle avec le renforcement de la structure des organisations financières, la mise en œuvre des règles prudentielles et l'accroissement de la supervision bancaire. Alors que, la libéralisation totale du compte de capital est envisagée à la dernière étape après la consolidation de la stabilité financière.

D'une manière générale, les résultats des politiques de libéralisation financière ne plaident pas en faveur de la libéralisation financière. En effet, la prolifération des crises financières et bancaires, en particulier dans les pays émergents, a remis en cause les objectifs de cette libéralisation financière. En d'autres termes, les échecs de ces politiques de dérèglementation du secteur financier ont été attribués à l'absence des conditions préalables nécessaires à leurs succès. Ces conditions préalables se

¹⁵ Grondin et Bernou (2001), p.6-7.

traduisent essentiellement par un environnement macroéconomique stable et une surveillance adéquate du secteur bancaire.

PARTIE II

Libéralisation du compte de capital au Maroc, opportunité de croissance et risque de l'occurrence des crises bancaires : Essai de modélisation économétrique

*«Le libéralisme, c'est une doctrine qui pose en priorité que,
dans un poulailler, les poules sont totalement libres...
tout comme le renard. »*

CHAPITRE I : Libéralisation financière et évolution du système bancaire, le contexte Marocain

Une croissance régulière et soutenue de l'économie s'appuie nécessairement sur un taux d'investissement élevé, le financement par la banque reste la destination de nombreux investisseurs privés qui incriminent les banques commerciales et les considèrent comme un instrument de ponction des ressources générées par l'activité productive plutôt que des structures d'appui à l'investissement.

C'est pour cette raison que le Maroc a mené un ensemble de réformes qui vise à renforcer le rôle du système bancaire dans le financement de l'investissement, en instaurant la suppression de l'encadrement de crédit en 1991, la libéralisation du taux d'intérêt débiteur en 1992, la libéralisation d'intérêt créditeur en 1996 et une politique monétaire expansionniste traduit par une réduction des taux directeurs de la banque centrale sur le marché monétaire et des réserves obligatoires.

L'intérêt de ce chapitre est de faire une analyse du secteur bancaire en diagnostiquant leurs état de santé, d'abord par une vue d'ensemble sur l'état des règles prudentielles puis par les états de synthèse pour dégager des conclusions très importantes sur l'exposition du secteur bancaire marocain à des crises systémiques.

Section I : La réglementation prudentielle comme indicateur d'anticipation des crises

Un système financier performant permet de promouvoir la croissance en influant positivement sur le taux d'accumulation et l'efficacité de l'allocation du capital. Cela suppose un dispositif permettant de mobiliser l'épargne, de la transformer et de l'affecter au bénéfice de la croissance de l'économie. Au Maroc, ce sont les banques qui, pour l'essentiel, jouent ce rôle, la finance intermédiée étant de loin plus développée que la finance directe, cette dernière ne constitue pas encore au Maroc un véritable outil alternatif au financement bancaire, car elle ne joue pas un rôle significatif dans le financement des investissements. Le sous-développement de la finance directe (en particulier de la bourse des valeurs) est manifestement une faiblesse du système financier marocain, en ce qu'elle limite les possibilités d'échanger, de mutualiser et de diversifier les risques encourus par les investisseurs, possibilités qui sont des éléments cruciaux dans la décision d'affectation de l'épargne.

Par ailleurs, le développement de la finance directe permet de contrebalancer la domination des banques sur la répartition de l'épargne. Ce peut être très positif quand celles-ci ont des comportements de marge ou optent pour une prise de risque minimale, ce qui est le cas au Maroc.

Cette situation est fréquente dans les pays en développement où l'importance de la dette publique et le recours fréquent des Etats au financement interne permettent aux banques de se constituer un portefeuille d'actifs, certes d'un rendement souvent faible, mais peu risqué, en évinçant les entrepreneurs individuels, les PME et beaucoup d'acteurs dont le dynamisme de l'économie dépend, mais dont les projets sont affectés d'un coefficient de risque plus élevé.

Enfin, dans une économie en décollage, soutenue par une gestion macroéconomique bien régulée, les investissements étrangers en portefeuille sont un élément d'accumulation du capital important.

Cela suppose une plus grande soumission de la gestion macroéconomique aux anticipations sur le taux de change et contraint la politique monétaire. En privilégiant un contrôle strict des mouvements de capitaux, et un ancrage du taux de change, le Maroc a choisi l'option permettant d'éviter une contrainte extérieure trop forte sur sa gestion macroéconomique et les crises de balance des paiements. Cependant, cette stratégie pèse sur l'essor des marchés financiers domestiques et donc sur la croissance et conduit fréquemment à des appréciations du taux de change réel qui handicapent la compétitivité. Il est donc inévitable qu'à terme, le pays devra accroître la convertibilité du compte externe et probablement adopter un système de taux de change plus flexible.

D'où l'importance de la stabilité du secteur bancaire, qui est la pierre angulaire de cette démarche, cette stabilité passe d'abord par la prévention contre les crises systémiques qui passe par l'instauration d'une approche prudentielle efficace et efficiente. En effet, les deux dernières décennies sont caractérisées par la mise en place de stratégies bancaires, orientées vers une gestion globale des risques sous l'influence de la réglementation prudentielle¹⁶.

Dans cette perspective, les comités de Bâle I et II ont instauré la nécessité d'une coopération entre autorités monétaires afin d'exercer un contrôle efficace sur les groupes bancaires internationaux. Ainsi, les établissements de crédit doivent respecter

¹⁶ Pihon. D, les banques : nouveaux enjeux, nouvelles stratégies, la documentation française, Paris, 1998, p 135.

des mesures destinées à garantir leur liquidité et leur solvabilité envers les déposants. Ils sont aussi tenus d'assurer l'équilibre de leur structure financière.

Pour concrétiser ces objectifs stratégiques, en terme de gestion de risque, les banques sont obligées de respecter un certain nombre de ratios prudentiels dont le principal est le ratio de solvabilité¹⁷. Ce ratio exige de la part des établissements de crédit le respect d'un rapport minimum entre les fonds propres et le total des engagements. A la différence du ratio Cooke, le ratio Mc donough, intègre à côté du risque du crédit, les risques opérationnel et de marché.¹⁸

De même, le comité de Bâle II, a également prévu des méthodes internes. L'objectif de l'évaluation interne des risques étant de rendre les banques responsables du calcul du niveau de risque et des besoins en fonds propres qui en découlent. De plus, le comité Bâle II a défini deux autres piliers de la réglementation prudentielle. Il s'agit du processus de surveillance prudentielle et de l'instauration d'une discipline de marché.

La démarche prudentielle est centrée sur la définition des ratios prudentiels. Ces derniers se divisent en quatre catégories, en l'occurrence le ratio de liquidité : Actif liquide/Passif exigible, les règles de division des risques, le ratio de transformation¹⁹, les règles d'adéquation des fonds propres²⁰.

Le même arsenal se trouve appliqué par le secteur bancaire marocain. Les autorités monétaires ont prévu cinq mesures principales en vue de couvrir les risques encourus par les établissements de crédit. Il s'agit du coefficient de solvabilité, du coefficient de division des risques, des coefficients de limitation des risques de change, du coefficient de liquidité, ainsi que des provisionnements des créances en souffrance.

I. Le ratio de solvabilité ou ratio *MacDonough*

Le comité de Bâle II a instauré un nouveau ratio de solvabilité²¹, appelée ratio *MacDonough*, Pour les spécialistes²², le ratio de solvabilité dans sa formule

¹⁷ Appelé ratio *Cooke* dans le cadre de Bâle I, puis *MC Donough* dans le cadre de Bâle II.

¹⁸ Les capitaux propres sont destinés à la couverture du risque de crédit à hauteur de 85%, des risques opérationnels pour 10% et des risques de marché pour 5%.

¹⁹ Le rapport entre la somme des FP et des capitaux à plus de 5 ans et les emprunts à plus de 5 ans. Il doit être supérieur à 60%.

²⁰ Il s'agit d'un plancher de fonds propres supposé tenir compte des risques de contrepartie et de marché. Il complète le ratio Cooke, qui détermine le niveau des fonds propres en fonction des encours avec certaines pondérations.

²¹ La réforme du ratio Cooke avait pour objectif principal : d'imposer aux établissements de crédit de détenir un minimum de capitaux propres pour couvrir les risques de crédit, opérationnels et de marché ; d'instaurer de nouvelles méthodes d'évaluation des risques (l'approche standard et l'approche basée sur des systèmes internes de notation).

²² AFB, nouveau ratio prudentiel : la gestion des banques françaises, actualité bancaire, n° 436, documentation de l'AFB, Mai 2000.

traditionnelle présentait des faiblesses, en relation avec les pondérations forfaitaires, qui ne prenaient pas bien en compte les probabilités de défaut et l'évolution dans le temps. Aussi, le capital réglementaire ne reflétait plus le capital économique (capital calculé par les banques pour mesurer les risques réels), qui est désormais la norme de la gestion des banques.

En 2008, afin de transposer les directives de Bâle II au niveau du secteur bancaire marocain, on a assisté à une révision du taux de solvabilité en exigeant aux banques de respecter un taux de 10% au lieu de 8%. Le coefficient de division des risques

Le coefficient de division des risques a été institué en 1997. Il est défini comme étant le rapport maximum, fixé actuellement à 10 %, que les établissements bancaires sont tenus de respecter entre le total des crédits accordés à un même bénéficiaire et leurs fonds propres.

Tableau N°1 : Evolution du nombre des banques respectant les normes *MacDonough*.

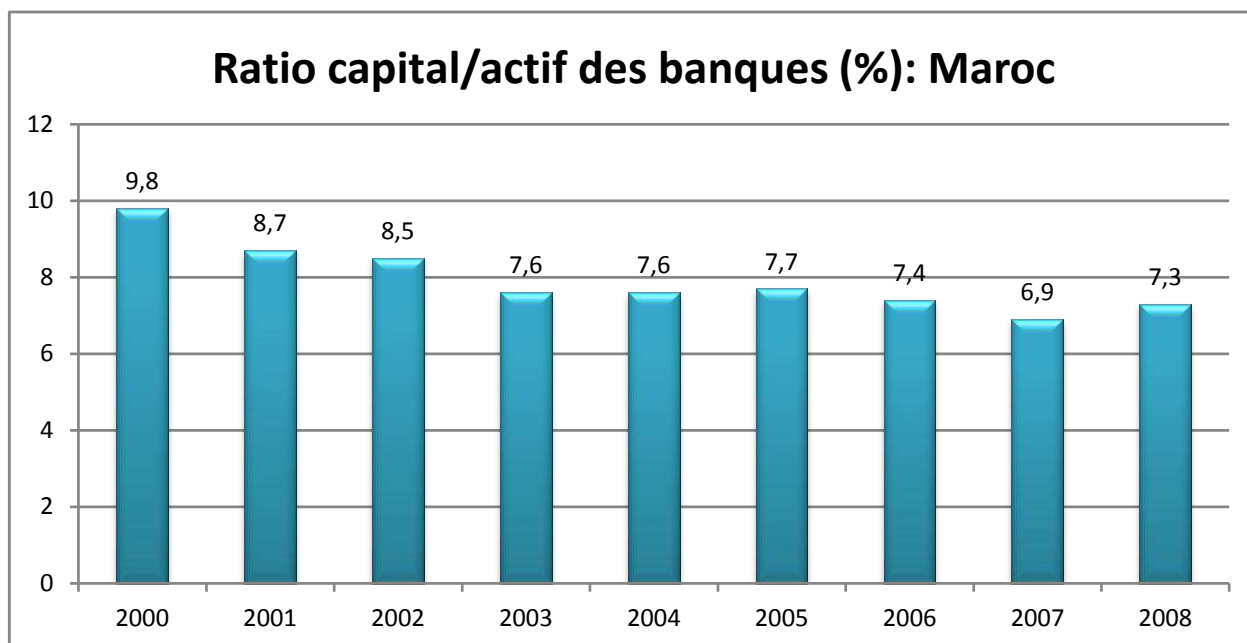
Périodes	1993 - 1997	1998 - 2010
Nombre de banques ne respectant pas le ratio <i>MacDonough</i> au Maroc.	- 1993 : 4 Banques	
	- 1994 : 3 Banques	
	- 1995 : 4 Banques	- Aucune Banque
	- 1996 : 2 Banques	
	- 1997 : 3 Banques	

*Source : Groupement Professionnel des Banques au Maroc 2010 (www.gpbm.ma).

Par ailleurs, les risques bancaires pris en considération, qui se limitaient aux crédits par décaissements, ont été étendus aussi aux crédits par signature (avals, cautions et crédits documentaires), aux opérations de crédit-bail et aux titres de placements et de participations.

L'intérêt de ce coefficient est de limiter les risques encourus par un établissement de crédit sur un même client ou sur plusieurs sociétés présentant un groupe d'intérêts. Il permet d'harmoniser également l'importance des crédits distribués à la clientèle par rapport à l'envergure de chaque établissement bancaire.

Graphique2 - Ratio capital/actif des banques (%): Maroc.



*Source : Groupement Professionnel des Banques au Maroc.

II. Les coefficients de limitation des risques de change

Les mesures prudentielles relatives au marché des changes ont trait principalement aux positions de change qui font l'objet d'une surveillance par la BAM à laquelle les établissements bancaires sont tenus d'adresser un état journalier détaillé ainsi que des déclarations spécifiques sur toute perte de plus de 3 % enregistrée sur la position d'une devise.

Depuis 2008, les banques sont tenues de respecter leurs positions de change libellées dans une même devise et toutes devises confondues dans des limites respectives de 10% et 20% de leurs fonds propres nets.

III. Le coefficient minimum de liquidité

Les banques sont obligées de disposer, en permanence, d'actifs liquides suffisants pour assurer une couverture de l'ensemble de leurs exigibilités échues dans le délai d'un mois.

Par ailleurs, les établissements de crédit doivent instaurer le dispositif de gestion du risque de liquidité afin d'identifier les sources potentielles de tels risques et d'en assurer la mesure, la gestion, le suivi et le contrôle.

Dans ce sens, les établissements de crédit sont sensés suivre leurs positions nettes de liquidité en monnaie locale et en devises, dans une optique à la fois statique et dynamique, tout en veillant à assurer une diversification satisfaisante de leurs sources de financement.

Le Coefficient minimum de liquidité se présente sous forme d'un rapport entre le total des liquidités et actifs réalisables à court terme et celui des exigibilités à vue et à court terme, affectés de pondérations en fonction, respectivement, de leur degré de liquidité et d'exigibilité. Ce rapport, fixé actuellement à un minimum de 100%, traduit la capacité d'un établissement bancaire à rembourser ses engagements à court terme grâce à des actifs liquides. Il doit, bien entendu, être respecté de manière permanente.

IV. Les règles de provisionnement des créances en souffrance

La couverture, par les provisions des créances en souffrance est prévue par l'instruction de BAM du 6 Décembre 1995²³.

Les montants prévus sont progressifs et sont répartis selon la nature des créances en souffrance. Ainsi, le minimum est situé à :

- 20 % sur les créances pré-douteuses;
- 50 % sur les créances douteuses;
- 100 % sur les créances compromises.

En plus de ce dispositif et en absence d'une approche préventive se basant sur une approche opérationnelle, les autorités marocaines ont essayé de combler cette lacune en instaurant un certain nombre de mesures préventives. Ces mesures sont en relation avec la nécessité de prendre en considération d'autres risques. Il s'agit du risque de concentration et du risque pays. S'agissant du premier risque, il concerne le risque inhérent à une exposition de nature à engendrer des pertes importantes pouvant menacer la solidité financière d'un établissement ou sa capacité à poursuivre ses activités essentielles.

Dans le cadre de la mise en oeuvre du deuxième pilier de Bâle II, BAM a édicté, en 2007, un directive, inspirée des saines pratiques internationales, exigeant des

²³ BAM, Circulaire n°2/G/93 du 14 Mai 1993.

banques de se doter de dispositif de gestion du risque de concentration, du risque de crédit à l'égard d'une même contrepartie ou d'un même groupe d'intérêt, ou sur un secteur d'activité ou zone géographique.

Par ailleurs, compte tenu de la tendance croissante de l'intervention des banques marocaines à l'étranger, BAM a édicté, en juillet 2008, les exigences minimales à respecter par les banques en matière de gestion du risque pays. Ce dispositif doit permettre d'identifier les engagements bilans et hors-bilans comportant un tel risque et d'en suivre l'évolution sur une base individuelle et consolidée. Les risques doivent donner lieu à couverture par des provisions générales.

Les organes de surveillance des établissements doivent veiller à la mise en place et au suivi de ces dispositifs. Ils fixent notamment des limites aux engagements par pays au regard de l'appréciation du risque encouru, dans la répartition des risques et de la diversification des portefeuilles de leurs établissements.

Outre ces deux types de risque, BAM a mis en place un dispositif de gestion du risque opérationnel, le risque de taux d'intérêt, sur les produits dérivés et les risques liés à l'externalisation d'activités et aux nouveaux produits.

Pour le risque opérationnel, et afin de mettre en oeuvre le deuxième pilier de Bâle II, les banques sont censés se doter de dispositifs capable de leur permettre d'identifier, mesurer et maîtriser les risques de pertes susceptibles de résulter de carences ou de défaillances inhérentes aux procédures, au personnel et aux systèmes internes ou à des événements externes. On impose principalement aux établissements de crédit de mettre en place un plan de continuité d'activité leur permettant d'assurer le fonctionnement continu des activités et de limiter les pertes en cas de survenance de perturbations dues aux événements majeurs liés à des risques opérationnels.

Afin de gérer d'une manière rationnelle les risques de taux et sur produits dérivés, on doit mettre en place un système permettant d'appréhender les positions et les flux, certains ou prévisibles, résultant de l'ensemble des opérations de bilan et de hors-bilan ainsi que les différents facteurs de risques et d'évaluer périodiquement l'impact de ces différents facteurs sur les résultats et les fonds propres. Ce système doit permettre aux entités opérationnelles de contrôler l'exposition aux différentes sources du risque de taux et de mesurer la position effective de risque par rapport aux seuils tolérés fixés par les responsables. S'agissant des produits dérivés, les établissements

de crédit doivent disposer de politiques et de procédures clairement définies et compatibles avec la nature et la complexité de leur activité.

Pour compléter cette approche prudentielle et afin de respecter les prescriptions du comité Bâle II, les autorités ont procédé par la mise en place d'un système de contrôle interne.

V. Le contrôle interne

Le système de contrôle interne contribue à la détection précoce des difficultés et à leur prévention. Dans ce sens les établissements de crédit sont tenus de se doter de dispositifs à même de leur permettre d'identifier, de mesurer et de maîtriser l'ensemble des risques auxquels ils s'exposent dans le cadre de l'exercice de leurs activités. L'objectif étant de s'assurer que tous les risques sont correctement analysés et font l'objet d'une surveillance appropriée.

Le système de contrôle interne doit être adapté à la taille de l'établissement et à la nature et à complexité des activités qu'il exerce. Ce système repose sur deux pilier complémentaires : un dispositif permanent et un dispositif de contrôle à posteriori. Toutefois, cette réglementation présente des limites par rapport à la gestion actif-passif.

La principale limite est relative à l'imposition des mêmes règles et des mêmes ratios à tous les acteurs. En plus, la réglementation repose sur les comptes et néglige les éléments qui n'affectent pas ces derniers. Sa conception reste surtout macro-économique : limiter le risque systémique. Ce constat confirme le fait que l'instauration de l'approche prudentielle entre principalement dans le cadre de l'anticipation des crises bancaires et la possibilité d'y faire face. A ce niveau, la question de solidité et de la stabilité du système bancaire mérite d'être posée.

Section II : Solidité et stabilité du système bancaire marocain

Généralement, on considère que l'économie marocaine, à l'instar de la plupart des économies émergentes, a été épargnée par la crise financière mais concernée par la crise économique. On a tendance à expliquer cette situation par la synchronisation du cycle économique marocain avec celui de ses principaux partenaires économiques (France, Espagne)²⁴.

En effet, dans le cadre de l'analyse du risque systémique, ayant ou pouvant toucher l'économie marocaine, on écarte une contagion à travers le système financier. Les participations des capitaux étrangers dans les capitalisations marocaines demeurent timides. A titre d'illustration, la part des actifs étrangers dans le total des actifs des banques marocaines ne dépasse pas les 4%. En plus, les entités bancaires ne détiennent pas dans leur portefeuille ou n'ont pas procédé par des placements dans des actifs à haut risque. Aussi, la part des non-résidents dans la capitalisation boursière, hors participations stratégiques, s'établissait à la fin 2007 à moins 1,8%²⁵. L'objet de cet axe est de montrer que si l'économie marocaine est concernée par la crise économique, le mécanisme de transmission n'est pas en relation avec le système bancaire mais avec des mécanismes économiques. D'où, l'utilité de vérifier la thèse de la stabilité et de la solidité du système bancaire marocain.

I. Analyse de la structure du bilan bancaire

Si au niveau du système bancaire, on identifie un phénomène d'internationalisation, matérialisé par la recherche des établissements de crédit de plus de rentabilité, suite au resserrement des marges au niveau des marchés nationaux. Ce phénomène représente un des principaux mécanismes de contagion et de transmission du risque systémique. En effet, pour les pays développés, la très large couverture des marchés bancaires nationaux de la banque de détails, conjugué à un contexte de faiblesse des marges, a conduit les entités bancaires à rechercher des débouchés dans des pays à fort potentiel de croissance, pouvant générer des revenus élevés.

Certes, les grandes banques marocaines ont procédé par des implantations à l'étranger, essentiellement au niveau du continent africain mais elles n'ont pas été

²⁴ Fonds Monétaire International. Maroc Rapport des services du FMI pour les consultations de 2008 au titre de l'article IV, n° 08/304, Septembre 2008.

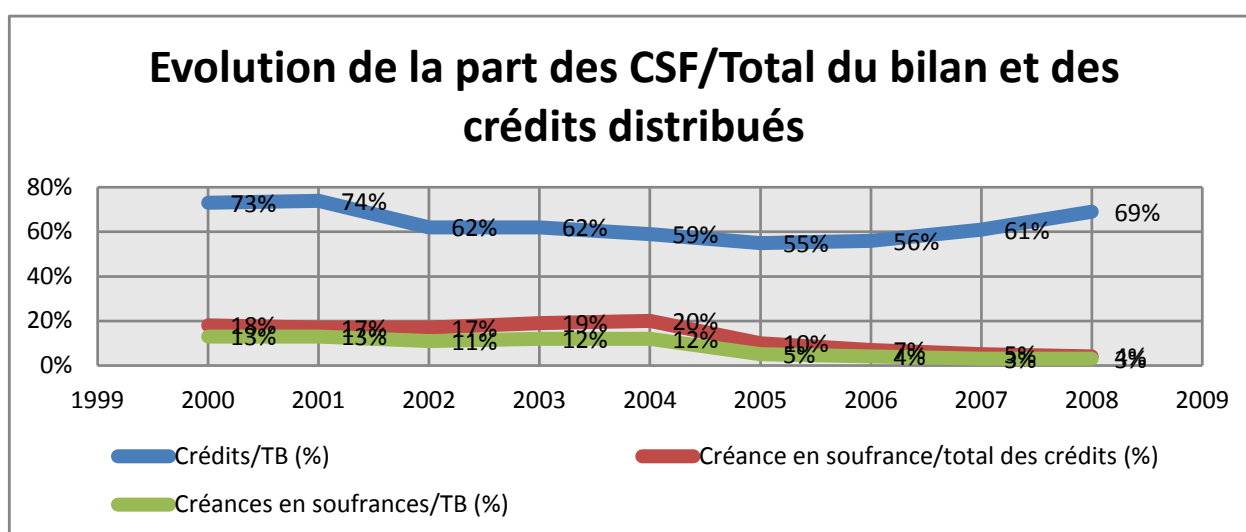
²⁵ FMI et BAM.

concernées par ce mécanisme de contagion. Cette affirmation s'explique principalement par le fait que l'activité de base reste la banque de détails.

Par ailleurs, le système bancaire marocain est relativement non exposé au risque lié à l'exposition des bilans aux fluctuations des marchés financiers. L'analyse du bilan des banques marocaines confirme ce constat. En effet, la structure de l'actif et du passif bancaire indique une prédominance du métier traditionnel. Au niveau des emplois bancaires, les crédits distribués représentent la part la plus importante et ont enregistré un renforcement ces dernières années, avec une moyenne de 63% entre 2000 et 2008. En plus, les activités de crédit ont enregistré un taux de croissance élevé. Le taux moyen de progression des encours de crédit à la clientèle a atteint plus de 25%. Ce constat indique que l'activité bancaire marocaine dépend toujours d'un effet-volume favorable, matérialisé par la hausse des crédits distribués à la clientèle.

La part des créances en souffrance a enregistré, pour sa part, une baisse importante au cours de cette période. Cette catégorie d'emplois bancaires est passée de 18% et 13% au niveau des crédits distribués et du total de bilan en 2000 à 4% et 3% en 2008 respectivement. Cette baisse s'explique principalement par l'effort fourni par les banques marocaines pour maîtriser leurs créances en souffrances, à travers des stratégies de restructuration de leurs créances. Autrement dit, la baisse de cette catégorie d'emplois ne découle pas de la variation des crédits avec un taux de croissance supérieure aux créances en souffrance. Cette situation justifie la faible corrélation entre ces créances et les résultats des banques.

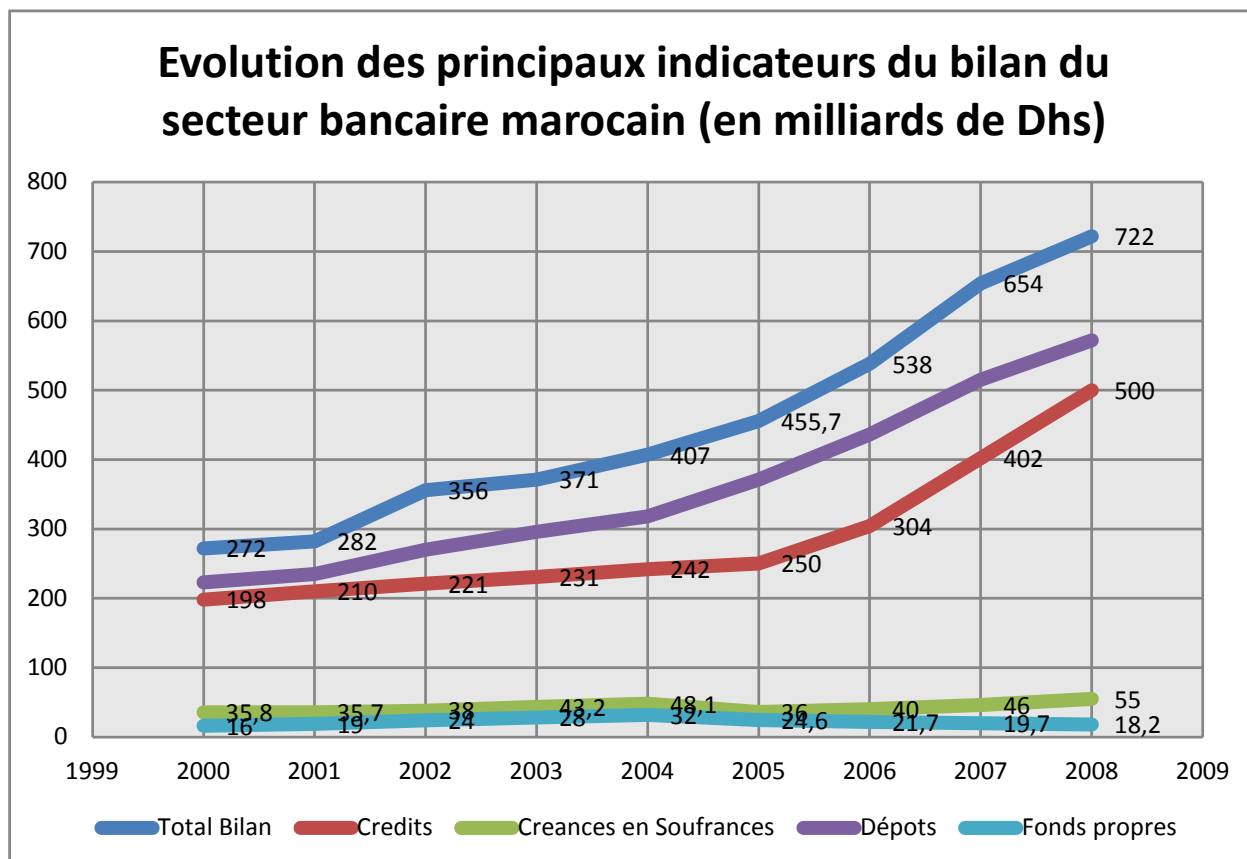
Graphique3 - Evolution de la part des CSF/Total du bilan et des crédits distribués.



*Source: IFS, Country profile: Morocco, Posts: 686.2TL.ZF, 68616L.ZK.

La part du portefeuille titre dans les emplois bancaires a enregistré un recul considérable entre 2005 et 2008, en passant de 23% à presque 14% de l'actif bancaire. En plus, au niveau de ce portefeuille-titre, les titres de placement et d'investissement, principalement des bons de Trésor, s'accaparent la majorité des parts avec une moyenne de plus de 90%.

Graphique4 - Evolution des principaux indicateurs du bilan du secteur bancaire marocain (en milliards de Dhs).



***Source: IFS, Country: Morocco, Posts: 686.2TL.ZF, 68616L, ZK686a3202BA.**

Pour les ressources bancaires, les dépôts de la clientèle représentent la part la plus importante. En effet, la part de ces ressources dans le passif bancaire dépasse les 78% pour la période analysée. La structure des ressources, tout en restant stable, a été marquée lors de cette période par un intérêt considérable accordé au renforcement des fonds propres (FP). La part de cette catégorie des ressources s'est inscrite en moyenne à hauteur de 7%. Le renforcement de cette part a un impact positif sur les performances réalisées et sur le respect des ratios prudentiels de gestion des risques, à travers l'effort fourni en matière de provisionnement des créances douteuses. Les FP sont fortement corrélés au TB et au PNB, avec respectivement un taux de (98%) et (99%).

S'agissant des opérations hors-bilan, on a enregistré une évolution positive des engagements de financements donnés ou reçues aux (des) établissements de crédit et à la clientèle tout au long de la période analysée. Certes, ces engagements ont pris une place importante au sein de l'activité des établissements de crédit mais ceci reste négligeable par rapport aux actifs bilantiels.

Généralement, les établissements de crédit ont recours à ces engagements pour la couverture des risques excédent le coefficient maximum de division des risques. Aussi, afin de respecter le coefficient minimum de liquidité, certaines banques ont procédé par des accords de refinancement avec d'autres établissements de crédit (même des banques étrangères).

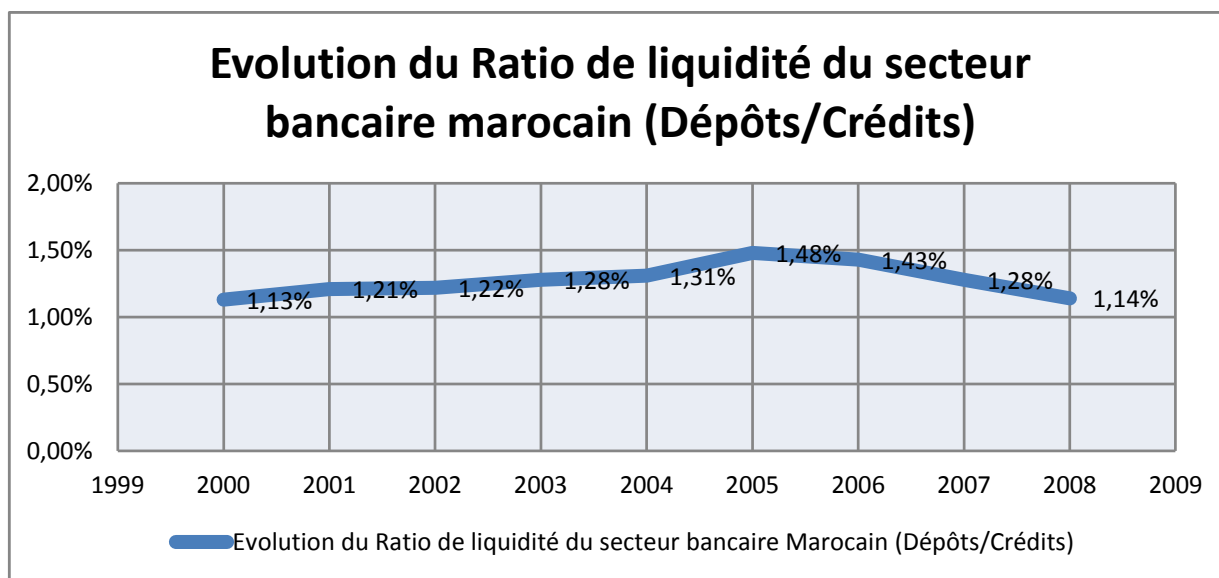
Lors des deux dernières années, le total des engagements en devises à l'achat et à la vente a accusé une baisse de 3%. Aussi, les engagements sur produits dérivés se sont réduits de plus de 50% pour s'établir à 6 milliards de dirhams, en relation avec le repli des options de change de 63% effectuées par les banques au profit des opérateurs économiques pour couvrir le risque de change lié à leurs opérations commerciales ou de financement extérieur.

A partir de cette analyse du bilan et du hors-bilan bancaire, on remarque une prédominance du métier traditionnel et une absence relative de prise de risque, matérialisée principalement par la baisse des créances en souffrances. Ceci indique une stabilité du secteur bancaire marocain. Cette stabilité se matérialise par cet effet-volume important, renforcé par cette disponibilité des ressources bancaires, principalement les dépôts de la clientèle. Cette position place les banques dans une situation relativement favorable. Ceci indique une absence de dépendance des banques vis-à-vis des ressources empruntées sur les marchés. Ce constat se confirme avec l'existence d'une corrélation forte entre les crédits distribués et les dépôts collectés (96%) et ces deux indicateurs du bilan avec le total bilan (95%) et (99%) respectivement. Cette situation explique la forte corrélation entre le total bilan et le PNB (99%). Ceci se justifie d'autant plus que le PNB dépend largement de la marge d'intérêt.

Les entités bancaires des pays développés connaissent un schéma contraire. Par exemple, au niveau du secteur bancaire français, la croissance des crédits à la clientèle est nettement plus rapide que celle des dépôts. Les tensions sur le marché interbancaire, conséquence de la crise, ont rendu onéreux le coût de financement.

Par ailleurs, malgré qu'en moyenne le ratio de liquidité indique une situation favorable, on doit relativiser l'analyse du fait de la baisse de ce taux lors des deux dernières années de la période étudiée. Cette baisse est en relation avec la variation des dépôts avec un taux de croissance inférieur à celui des crédits.

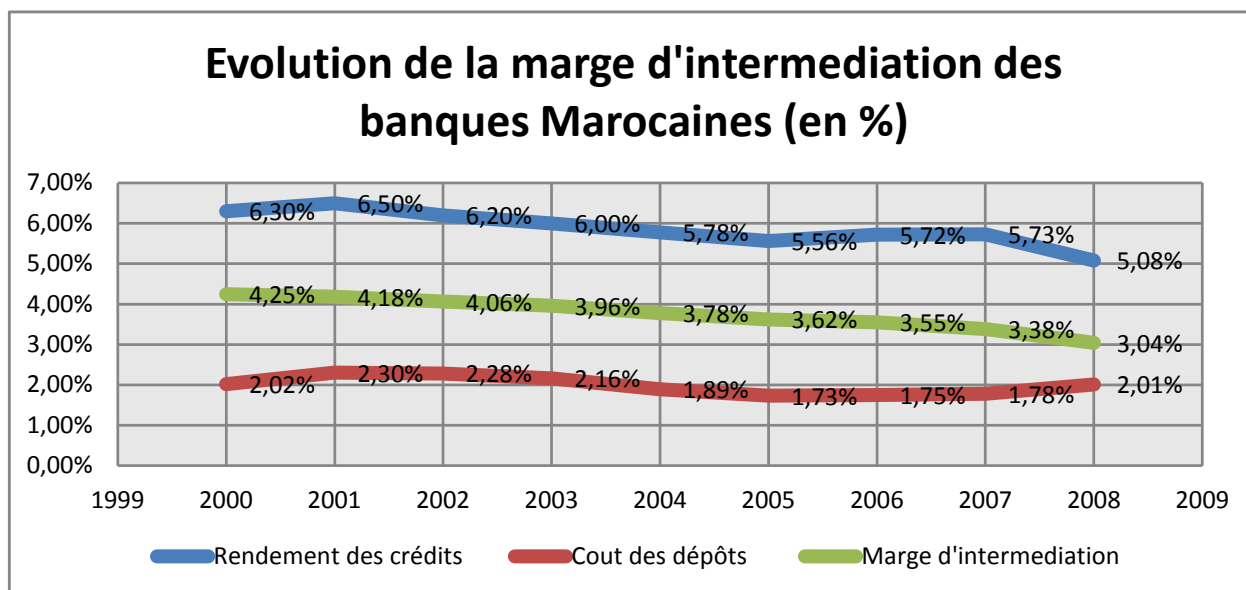
Graphique5 - Evolution du Ratio de liquidité du secteur bancaire marocain (Dépôts/Crédits).



***Source: IFS, Country: Morocco, Posts: 686.2TL.ZF, 68616L, ZK686a3202BA.**

Certes, l'effet-volume a permis aux activités de la banque de détail de connaître un essor favorable mais il cache un effet-prix défavorable, matérialisé par la baisse de la marge d'intermédiation clientèle, mesuré par l'écart entre le rendement moyen des crédits et le coût moyen des ressources de même nature. Cette marge n'a cessé de décroître puisqu'elle est passée de 4,5% à 3,8% en 2008.

Graphique6 - Evolution de la marge d'intermédiation des banques Marocaines (en %).



***Source: IFS, Country: Morocco, Posts: 686.2TL.ZF, 68616L, ZK686a3202BA.**

Cette baisse de la marge d'intermédiation de plus de 10% est préoccupante d'autant plus que le métier traditionnel représente l'essentiel de l'activité de presque l'ensemble des établissements de crédit.

Malgré cet effet-prix défavorable, la structure de la rentabilité bancaire reste stable et n'a pas enregistré de changement notable : la marge d'intérêt demeure la principale composante du PNB.

II. Les indicateurs de liquidité et de sécurité

Les liquidités des banques atteignent au jour d'aujourd'hui un niveau confortable en dépit du terme particulièrement long des valeurs du Trésor dans leurs portefeuilles. Leurs liquidités comprennent un montant relativement élevé de dépôts non rémunérés auprès de la Banque Centrale. Les banques marocaines sont actuellement en situation de surliquidité.

En ce qui concerne le risque de taux d'intérêt, la grande sensibilité des taux d'intérêt pratiqués par les banques aux taux officiels, qui est d'ordinaire vérifiée, aurait pu induire des profits beaucoup plus faibles suite à leur chute intervenue depuis 1993. Or cette perte a été plus que compensée par la hausse des revenus des placements provenant du remplacement progressif du portefeuille obligatoire de Bons du Trésor,

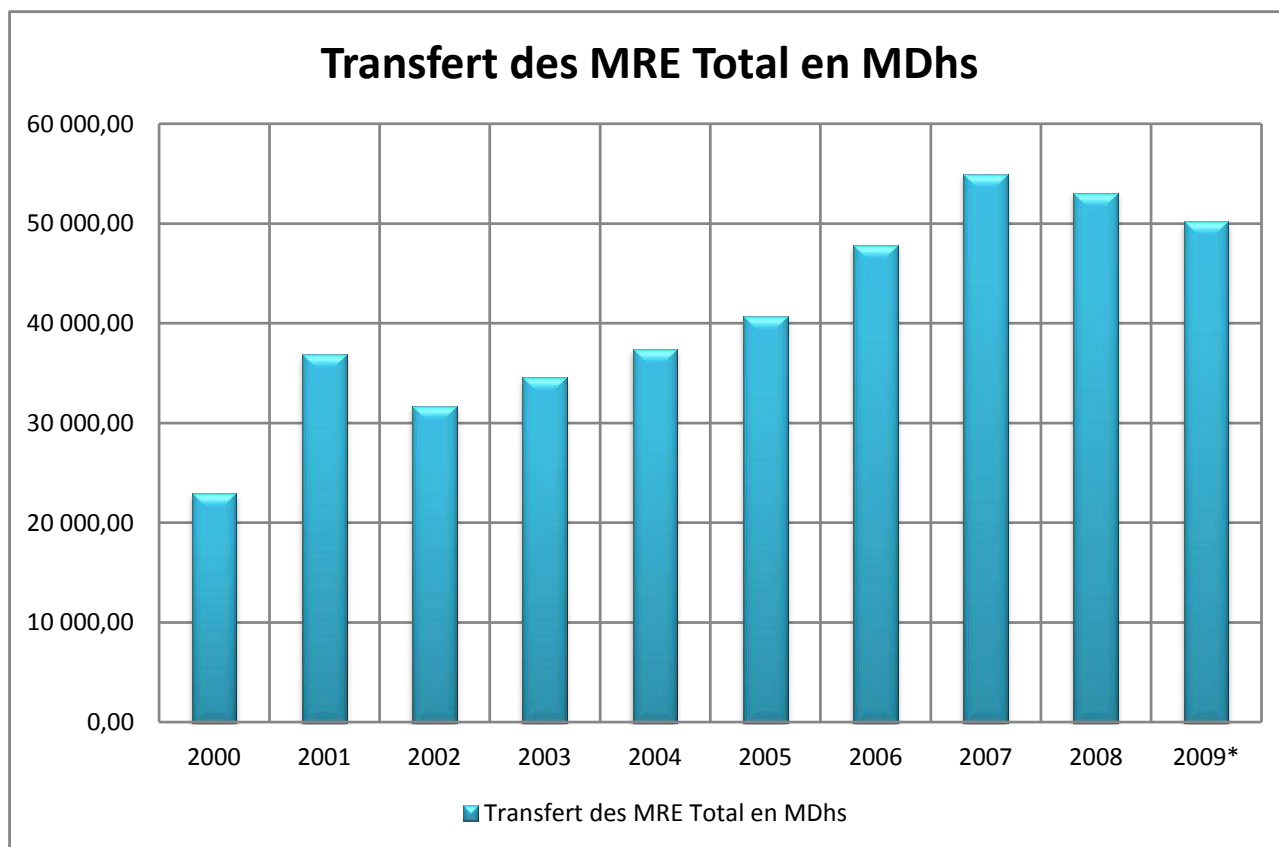
dont le rendement est faible, par des instruments de financement de la dette dont les rendements sont relativement plus élevés. La structure actuelle des bilans des banques dégage une faible vulnérabilité des résultats aux mouvements à court terme des taux d'intérêt alors qu'elle entraînerait sans doute une rentabilité décroissante en situation de baisse prolongée des taux.

Quant au risque de change, il est actuellement limité. Les positions de change des banques sont nettement en deçà des limites prudentielles. De plus, les opérations de change semblent être contrôlées de manière satisfaisante par la banque centrale.

La surliquidité observée actuellement et depuis maintenant quelques années dans le système bancaire marocain est dans une large mesure la conséquence du maintien à un niveau très élevé, malgré une évolution en dents de scie, des transferts des RME et des recettes de privatisation.

Les liquidités des banques sont à un niveau confortable (phénomène de surliquidité) en dépit d'un portefeuille important en bons du Trésor avec une maturité longue et moyenne.

Graphique7 - Transfert des MRE Total en MDhs.



***Source: Office de Change, Ministère de l'économie et des finances du Maroc.**

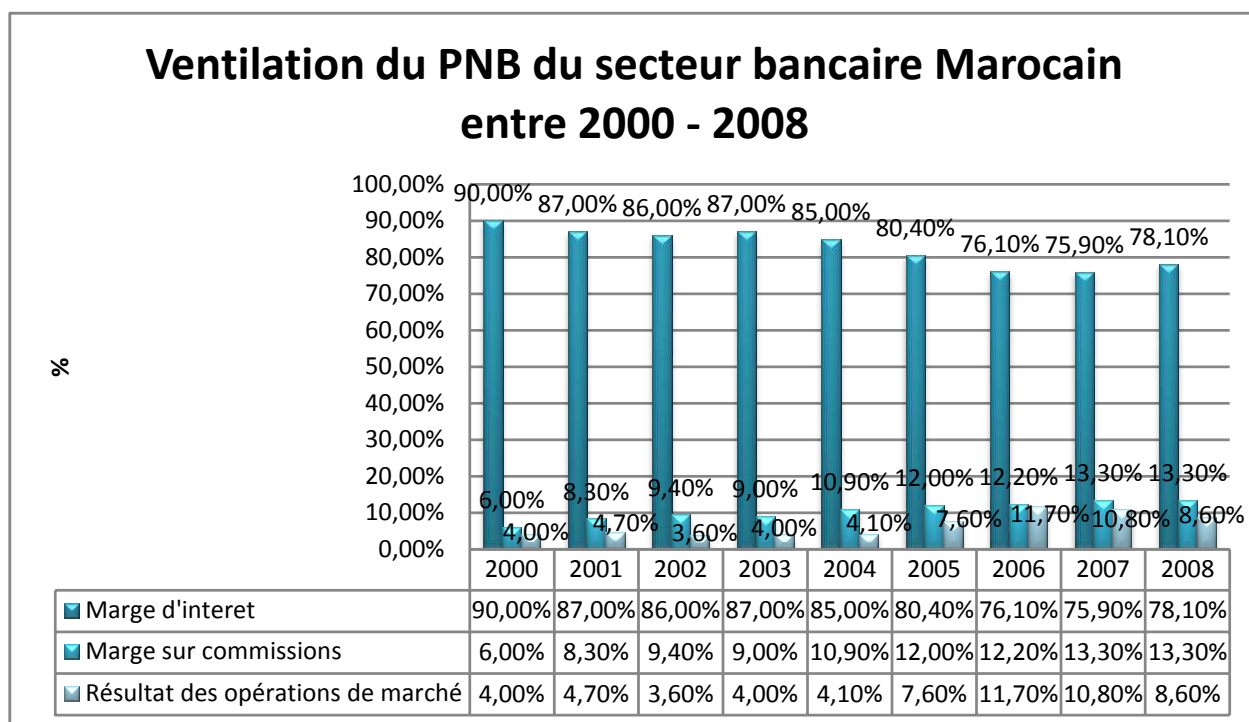
Cette tendance pourrait néanmoins enregistrer des changements plus ou moins importants dans le cas d'une dynamisation plus importante de la concurrence qui aurait pour résultat de plus grandes facilités d'accès au crédit bancaire.

La mobilisation de l'épargne par les banques est actuellement beaucoup moins développée par rapport à ce qui est observé dans les économies développées principalement à cause de la surliquidité existante. Mais le potentiel de l'amélioration de l'épargne susceptible d'être collectée par les banques est extrêmement important. Les banques marocaines ne sont en outre pas toujours motivées ou contraintes de mettre en place un éventail large de taux d'intérêt (fixe, variable, mixte...) à cause de la faiblesse de la concurrence. A ce niveau, une grande dynamisation de la concurrence qui est attendue va améliorer non seulement les conditions de mobilisation de l'épargne mais en même temps faciliter l'accès au crédit bancaire pour la grande majorité des entreprises pouvant offrir des comptes d'exploitation viables.

III. Les indicateurs de rentabilité : Vecteur de la solidité financière

L'effet-volume, engendré par la hausse de la demande des crédits distribués, a engendré un impact positif sur la rentabilité des établissements de crédit. Cet effet est fortement corrélé aux indicateurs de rentabilité, principalement le PNB (presque 93%). L'analyse des soldes intermédiaires de gestion du secteur bancaire marocain confirme cette déduction. Le PNB indique une prépondérance de la marge d'intérêt avec presque 83% pour la période considérée. Ceci justifie pleinement la thèse selon laquelle les banques marocaines se basent principalement dans leurs résultats sur le métier traditionnel. En plus le PNB est corrélé fortement aux dépôts et aux crédits à plus de 90%.

Graphique8 - Ventilation du PNB du secteur bancaire Marocain entre 2000 - 2008.



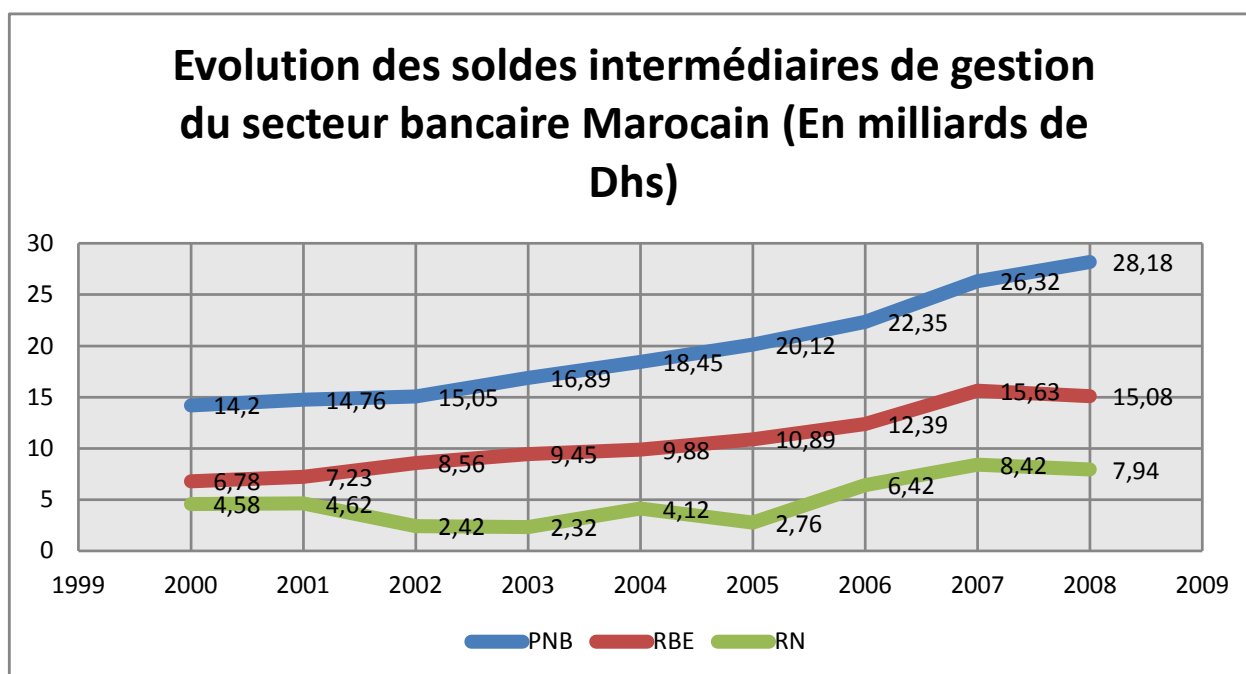
***Source: GMPB, Juin, 2009.**

La marge sur commissions et le résultat des opérations de marché ne représentent en moyenne que 17%. Ce chiffre indique que les banques marocaines ne se basent pas sur les activités de marché et n'ont pas tendance à prendre beaucoup de risque. Il s'agit au contraire d'une aversion vis-à-vis du risque. Cette analyse se confirme à travers la ventilation de la marge sur commissions. Cette ventilation montre une relation importante entre ces commissions et le métier traditionnel. En effet, les commissions réalisées par les établissements de crédit concernent principalement la prestation de service. Au niveau de cette source de revenu, les commissions sur moyens de paiement représentent la part la plus importante avec 30%. Les commissions sur fonctionnement de comptes et les commissions sur titres de gestion ou de dépôts détiennent une part non négligeable, soit 25%. Il ressort, ainsi, une majorité pour les commissions issues des services en relation avec le métier traditionnel (plus de 60%).

Cette situation explique pleinement pourquoi le secteur bancaire marocain a été épargné des effets de la crise financière. L'évolution positive et stable du PNB a permis aux banques marocaines de couvrir pleinement leurs frais généraux et les risques qu'ils encourent.

Par ailleurs, l'accroissement notable du PNB a impact positif sur les autres indicateurs de rentabilité, principalement le Résultat brut d'exploitation et le résultat net.

Graphique9 - Evolution des soldes intermédiaires de gestion du secteur bancaire Marocain (En milliards de Dhs).



* Source: IFS, Country: Morocco, Posts: 686.2TL.ZF, 68616L, ZK686a3202BA.

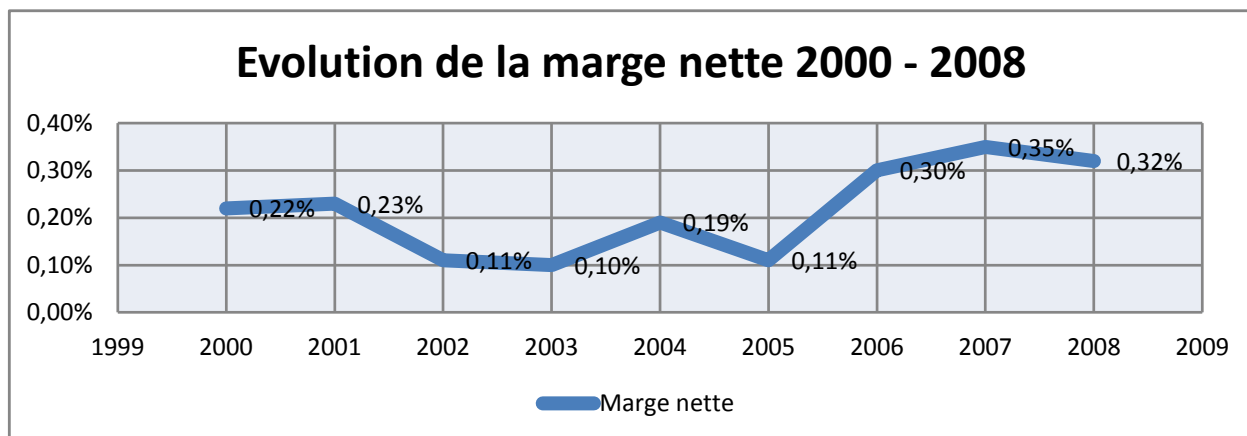
L'amélioration notable du RBE des banques marocaines, représentant la performance économique, est dû principalement à une rationalisation des frais généraux qui ne dépasse pas les 50% en moyenne du PNB. L'amélioration de cet indicateur a exercé un effet positif sur le résultat d'exploitation. Ce comportement positif est un indice de performance des banques marocaines en matière de maîtrise de leurs dotations. Cette performance a eu un effet significatif sur la rentabilité nette. Ce solde a enregistré une progression positive lors de la période analysée.

Toutefois, malgré l'évolution positive du RN, ce solde se trouve handicapé par l'importance des charges supportées par les établissements de crédit. Cette importance des frais généraux est due surtout à la stratégie de croissance interne adoptée par ces banques et au renforcement de leur politique de provisionnement pour être conformes aux différents ratios de gestion des risques.

Malgré le contexte macro-économique défavorable, l'analyse des SIG indique une amélioration notable des indicateurs de la rentabilité. Cette progression positive de la rentabilité apparaît clairement au niveau de la marge nette (RN/PNB), qui évolue en

fonction des dotations aux provisions. La marge nette a évolué positivement à cause de la croissance du RN avec un taux de croissance supérieur à celui du PNB.

Graphique10 - Evolution de la marge nette 2000 – 2008.

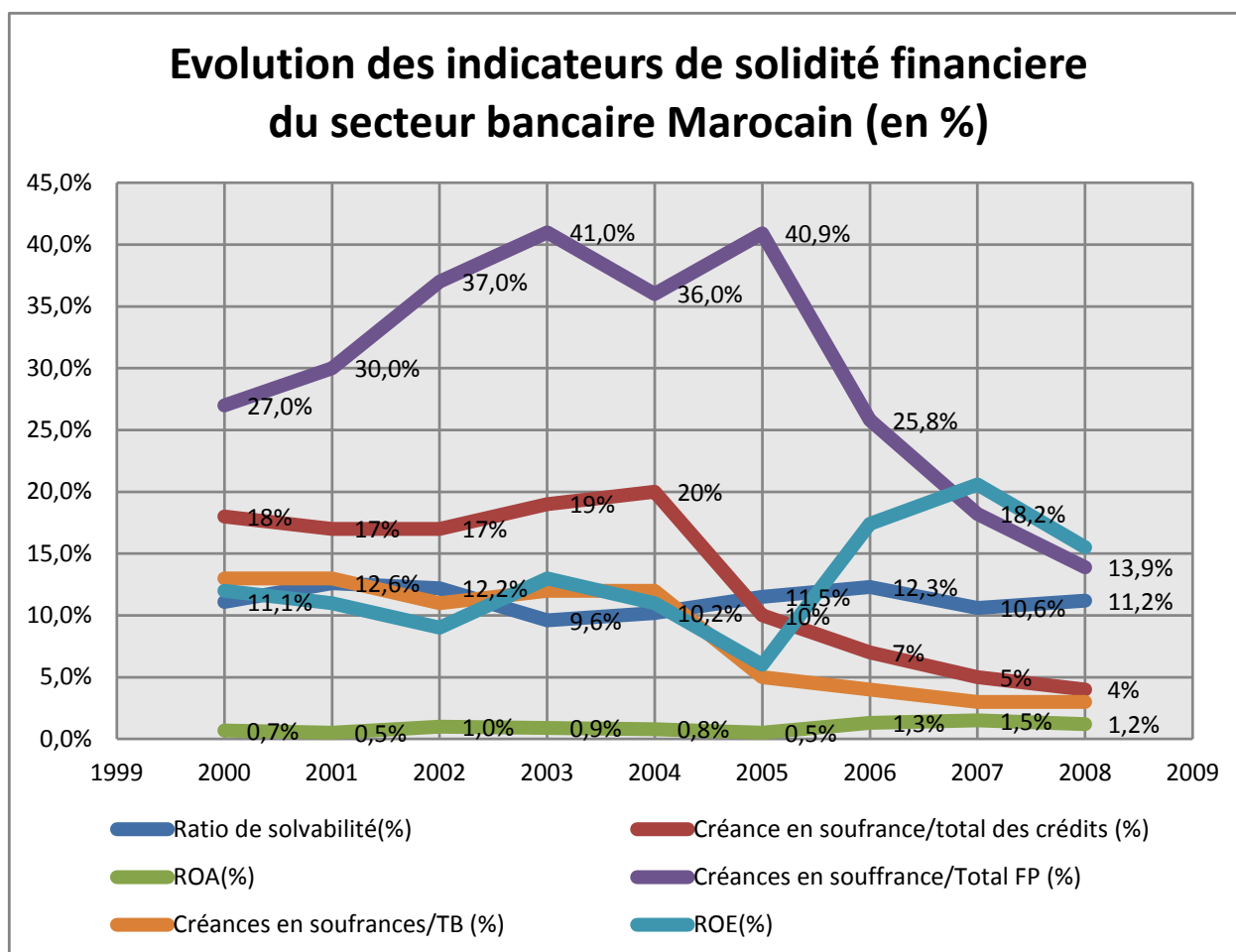


***Source: IFS, Country: Morocco, Posts: 686.2TL.ZF, 68616L, ZK686a3202BA.**

Les marges réalisées par les banques marocaines dépendent de l'interaction de trois variables, en l'occurrence l'effet-volume et l'effet-prix, les frais généraux et la gestion des risques bancaires. Les deux dernières variables relèvent de la gestion interne et représentent les deux axes majeurs d'une politique de rentabilité. Autrement dit, les éléments fondamentaux pour expliquer la solidité du secteur bancaire marocain sont la maîtrise des coûts et des risques et le contrôle des conditions d'exploitation.

Par ailleurs, l'analyse de la rentabilité financière des banques marocaines confirme cette analyse. Appréhendée à travers le *return on assets* ($ROA = RN/TB$) et le *return on equity* ($ROE = RN/FP$), la rentabilité financière du secteur bancaire marocain a généralement enregistré une amélioration notable. La progression de la rentabilité des actifs bancaires (ROA) s'explique principalement par l'effort fourni en matière de maîtrise des coûts d'exploitation, en dépit des stratégies de croissance interne adoptées par certains établissements de crédit.

Graphique11 - Evolution de la marge nette 2000 – 2008.



***Source: IFS, Country: Morocco, Posts: 686.2TL.ZF, 68616L, ZK686a3202BA.**

De même, le rendement des FP a enregistré une augmentation considérable. Cette amélioration de la rentabilité financière est due essentiellement à l'accroissement du RN à un taux supérieur à celui des FP. En effet, le RN progresse avec un taux supérieur à 10% alors que celui des FP n'atteint pas les 5%. Cette situation n'implique nullement un sacrifice de la part des établissements de crédit des normes prudentielles au profit de la recherche de la rentabilité. La recherche de l'amélioration de la couverture globale des actifs bilantiels et le respect des engagements vis-à-vis des instances internationales en matière de gestion des risques constituent la base des stratégies bancaires et justifient par-là la consolidation de leurs fonds propres. Le ratio de solvabilité des banques marocaines reflète cette affirmation. En effet, ce ratio a été toujours au-dessus de la moyenne exigée par la Banque Centrale.

Appréciée sur une base strictement comptable, l'assise financière des entités bancaires marocaines s'est renforcée. Ce renforcement, malgré la baisse de la marge

d'intermédiation, s'est accompagné d'un effort considérable en matière de la maîtrise des frais d'exploitation, l'amélioration de la productivité et la gestion des risques.

Cette analyse, illustrant la stabilité et la solidité du système bancaire marocain, permet de comprendre pourquoi les banques marocaines n'ont pas été relativement concernées par la crise financière. Les mécanismes de contagion de l'économie marocaine sont généralement d'ordre économique.

IV. La marge de progression du taux de bancarisation

Les marges de progression du taux de bancarisation demeurent encore très importantes. En effet, la bancarisation au Maroc demeure encore modeste à cause de plusieurs facteurs notamment l'importance du secteur informel, la réticence à utiliser des moyens de paiement scripturaux. Le nombre global des comptes ouverts auprès des banques et de Barid Al Maghrib s'élève à 13 millions, en 2008, soit par rapport à la population totale, un taux de bancarisation de 34%. Hors Barid Al Maghrib, ledit taux est de 42%.

Le taux de bancarisation devrait atteindre 54 % à l'horizon 2 013, si l'on tient compte de la tendance actuelle. A cette échéance, il est attendu 6 000 guichets bancaires, soit un pour 5 400 habitants.

Cette conclusion s'appuie sur les chiffres officiels recueillis dans le secteur²⁶. Ils relèvent que le taux de bancarisation croît fortement et de manière continue. Il a atteint 40% (banques et comptes CCP et Caisse d'épargne nationale ouverts chez Barid Al Maghrib) en 2007 contre 34 % trois ans plus tôt. Le nombre de guichets bancaires totalisait 2 748 en 2007, soit un pour 6 700 habitants au lieu de un pour 7 300, au cours de l'année précédente.

Le potentiel de croissance est significatif. Il est fait remarquer à cet égard que le conseil pour la recherche en relations internationales, basé à New Delhi et qui a élaboré un indice composite (Index de l'inclusion financière) pour mesurer le niveau de bancarisation dans un pays, a classé le Maroc 37^e sur 100 et 1^{er} sur le continent africain. Un résultat très important, surtout si l'on se place devant l'Afrique du sud, le Koweït, l'Égypte, le Brésil ou le Chili supposés plus en avance sur le plan économique.

²⁶ Une étude réalisée par le cabinet *Sia conseil* sur l'évolution du système bancaire pour les 5 prochaines années.

Malgré tous ces chiffres là le Maroc reste dans la catégorie des pays à faible taux d'inclusion financière.

Plusieurs pesanteurs expliquent cet état. D'abord l'importance du secteur informel, le développement économique régional déséquilibré, la réticence à accepter les moyens de paiement scripturaux et les difficultés à accéder aux services financiers, facteur lié en partie à la faiblesse du taux d'alphabétisation. Mais compte tenu du programme de développement ambitieux annoncé par les différents établissements de la place (1 200 agences pour Attijariwafa bank en 2012, 1 000 pour le Groupe Banques populaires en 2010, 70 ouvertures par an pour BMCE Bank...), il parie sur un taux de bancarisation de 62 % à l'horizon 2013, soit 8 points de plus que le taux basé sur le scénario tendanciel. La densité serait alors d'une agence (7 400 au total) pour 4 400 habitants, dans l'hypothèse d'une croissance de la population de 300 000 personnes/an (selon les projections du HCP). L'élargissement du réseau entraînerait une hausse du produit national brut (PNB) de 1%, soit un revenu national brut additionnel de 8 milliards de DH par an à partir de 2013. Il y a tout de même des préalables : l'offre des banques doit être renforcée et diversifiée, la compétence des ressources humaines développée, la distribution optimisée, la rentabilité du réseau améliorée.

V. Le risque du taux

Le Risque de taux apparaît maîtrisé car l'essentiel des taux pratiqués sont des taux fixes. Ceci résulte de la surliquidité qui permet aux banques de faire ce qu'elles veulent notamment vis-à-vis des demandeurs de crédit et de la faiblesse de la concurrence au sein du système bancaire.

On voit de ce fait que l'anticipation d'une détente des taux et la présence soutenue de Bank Al-Maghrib sur le marché ont rendu favorable le contexte d'évolution des compartiments obligataires et monétaires depuis le début de l'année, et une fois la décision de la banque centrale prise, ce contexte touchera également le secteur bancaire et assouplira les conditions de crédit. Selon les analystes²⁷, cette situation devrait se poursuivre tout au long de l'année. Du côté des investisseurs, le regain d'intérêt aux supports obligataires devrait se maintenir et les stratégies d'investissement observées actuellement militent pour une poursuite de la surpondération des maturités moyennes et longues, ce qui conforterait une détente des taux longs. Du côté de l'offre, la lecture des termes de la Loi de finances 2009 fait ressortir un besoin de financement intérieur du Trésor de l'ordre de 16,6 milliards de

²⁷ Rapport de Bank Al-Maghrib sur le taux d'interet 2009.

DH. Sur cette base, le recours de l'argentier de l'Etat au marché domestique ne devrait pas constituer un facteur de risque de hausse des rendements obligataires.

Cela dit, si la crise internationale a permis une détente des cours des matières premières et, de *facto*, des pressions inflationnistes sur le Maroc, elle aura des effets sécessionnistes sur quelques secteurs économiques, ce qui présente un risque. Ces effets se résument en une baisse de l'activité touristique, un tassement des investissements directs étrangers, un recul des transferts des MRE ainsi que des activités de service. L'impact de ces éléments sera mécanique sur le déficit de la balance des paiements et, par *ricochet*, sur le déficit de la balance commerciale qui devrait s'amplifier. Ceci se traduira par un effet restrictif sur la liquidité bancaire sur un horizon moyen terme.

Les taux d'intérêt risquent d'être impactés par cette situation. Le problème qui risque de se poser concerne plutôt les réserves en devises. Les liquidités en dirhams, malgré un léger déficit de l'ordre de 10 milliards de DH, restent suffisantes pour le système grâce à une réserve monétaire sur constituée et des interventions de Bank Al-Maghrib couvrant tous les besoins des banques.

Un autre risque continu de planer sur les taux d'intérêt, il s'agit du décalage accumulé entre les rendements primaires et secondaires des bons du Trésor. Il faut savoir en effet que ce dernier n'a pas levé de fonds sur les maturités longues depuis mars 2007, des maturités dont les rendements servent de référence à la détermination des taux des crédits à l'économie, notamment les prêts immobiliers. Cette absence a permis de maintenir ces rendements à des niveaux bas (3,4% pour le 10 ans et 3,69% pour le 15 ans). Seulement, sur le marché secondaire, ces taux atteignent actuellement 4,26% et 4,60%, soit un écart de près d'un point. Si le Trésor est amené à lever des fonds sur ces maturités, il devra s'aligner sur les niveaux de taux du marché secondaire, ce qui impactera significativement les taux des crédits à l'économie et se traduirait par des échéances plus lourdes.

Conscient de ce risque, le Trésor s'abstient toujours de toucher ces maturités, et cette situation devrait se poursuivre jusqu'à ce que les autorités bancaires réussissent à mettre en place une nouvelle forme d'indexation des crédits. En attendant, la révision à la baisse du taux directeur devrait faire baisser les rendements obligataires sur le marché secondaire, ce qui permettrait de réduire le différentiel avec les taux du marché primaire.

Les banques commerciales ne semblent pas être vulnérables au risque de change, alors que les banques spécialisées y sont exposées en raison de leurs emprunts en devises. D'ailleurs la position de change des banques commerciales est largement inférieure aux règles prudentielles mises en place par BAM.

VI. Les sociétés de financement

Elles représentent un segment non négligeable de l'activité financière, en expansion depuis la libéralisation du crédit à la consommation intervenue en 1994. Cependant, les sociétés contrôlées par des groupes bancaires représentent la quasi-totalité du marché du crédit-bail avec quatre sociétés représentant plus de 80% du secteur alors que les filiales de banques dans le crédit à la consommation n'accaparent que le tiers de l'activité du secteur, le reste étant essentiellement réparti entre deux sociétés, Crédit Eqdom (31%) et Crédor (14%). Pour leur financement, ces sociétés émettent des bons des sociétés de financement (BSF) dont l'encours global est de l'ordre de 7.5 milliards de Dh à fin 2008. Les banques achètent une partie importante des bons émis par leurs filiales.

Les concours des sociétés de financement attestent de cette évolution. Ils se sont établis à environ 54,8 milliards de Dh à fin 2008, soit l'équivalent de 16,3% de l'ensemble des crédits à l'économie et 9,1% du PIB. L'activité des sociétés de financement a connu une progression très significative depuis 1994. La variation annuelle de leurs concours affichait un taux de 32,9% en 2000, mais seulement de 15,2% en 2002 et de 9,3% en 2006. Le rythme de croissance élevé des crédits à la consommation enregistré entre 2000 et 2008 s'explique en grande partie par la levée de l'encadrement du crédit, la simplification des procédures d'octroi de crédit et l'agressivité commerciale des sociétés leaders sur le marché. De plus, le créneau des sociétés de financement permet une rentabilité élevée. Leurs taux d'intérêts sont pratiquement alignés sur les taux maximum des intérêts conventionnels (TMIC).

La clientèle principale de certaines sociétés de financement est composée des fonctionnaires de l'Etat. C'est le cas d'Eqdom et Crédor dont 70% du total des encours de crédits est accordé aux fonctionnaires. Le risque attaché à cette catégorie de clientèle est faible, en particulier depuis la convention mise en place en 1999 entre le Trésor et les sociétés de financement pour prévenir les risques de surendettement des fonctionnaires. Toutefois, ces risques ne sont pas nuls et pourraient freiner l'activité des sociétés de financement au cours des prochaines années. Un projet de mise en place d'un observatoire national de l'endettement des ménages est en cours.

Tableau N°2 : Structure et évolution des crédits octroyés par les sociétés de financement

	2005	2006	2007	2006	2007	2008
Sociétés de crédit à la consommation	60.4	64.9	64.5	61.0	58.7	58.0
Sociétés de crédit-bail	33.3	28.0	28.5	31.3	34.2	35.6
Sociétés de crédit immobilier	4.3	5.0	4.8	3.9	3.8	3.6
Sociétés d'affacturage	1.1	1.2	1.0	2.1	1.7	1.7
Sociétés de cautionnement	0.8	0.9	1.2	1.6	1.6	1.2
Total en milliards de Dh	16.9	21.6	25.5	29.4	31.9	34.8
-Variation annuelle	32.9	27.5	18.0	15.2	8.6	9.3
-Crédits des SF/PIB	5.3	6.3	7.4	8.3	8.3	9.1

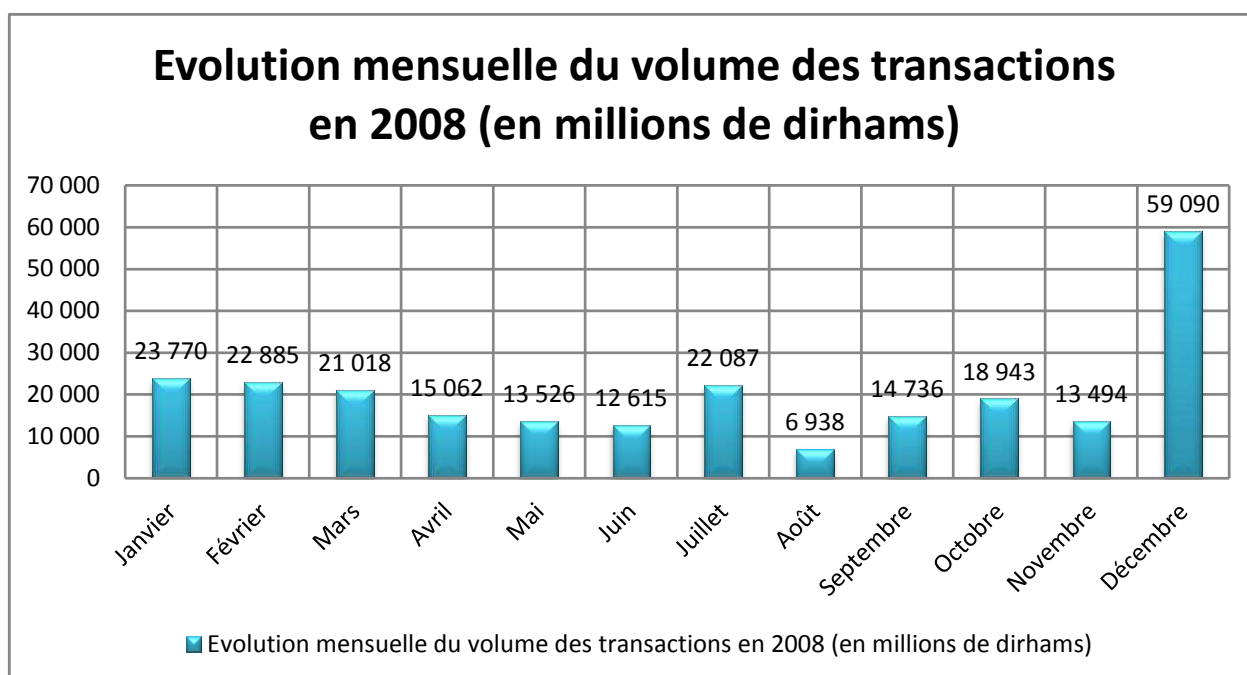
*Source : Groupement Professionnel des Banques au Maroc 2010 (www.gpbm.ma).

VII. Une bourse des valeurs trop peu développée aux évolutions erratiques

La capitalisation boursière de la place financière de Casablanca a connu une progression très significative au cours de la décennie 2000. Elle est passée de 23,77 milliards de Dh en 2000, soit 3,6% du PIB, à 145,1 milliards de Dh en 2008 ce qui représente l'équivalent de 42,2% du PIB. Cela s'explique aussi bien par les diverses augmentations de capital opérées que par les opérations de privatisation. Les augmentations de capital ont concerné principalement le secteur bancaire suite à la mise en application des nouvelles règles prudentielles.

Toutefois, depuis 1998, la capitalisation boursière a suivi une tendance baissière. Elle a été évaluée à moins de 115 milliards de Dh en 2000 puis à moins de 105 milliards de Dh en 2001, soit environ 32,4 et 27,4% du PIB respectivement. L'année 2002 a été encore maussade (le MASI a diminué de 16,5%) pour rebondir fortement en 2003 (+ 32,3%) et en début 2007.

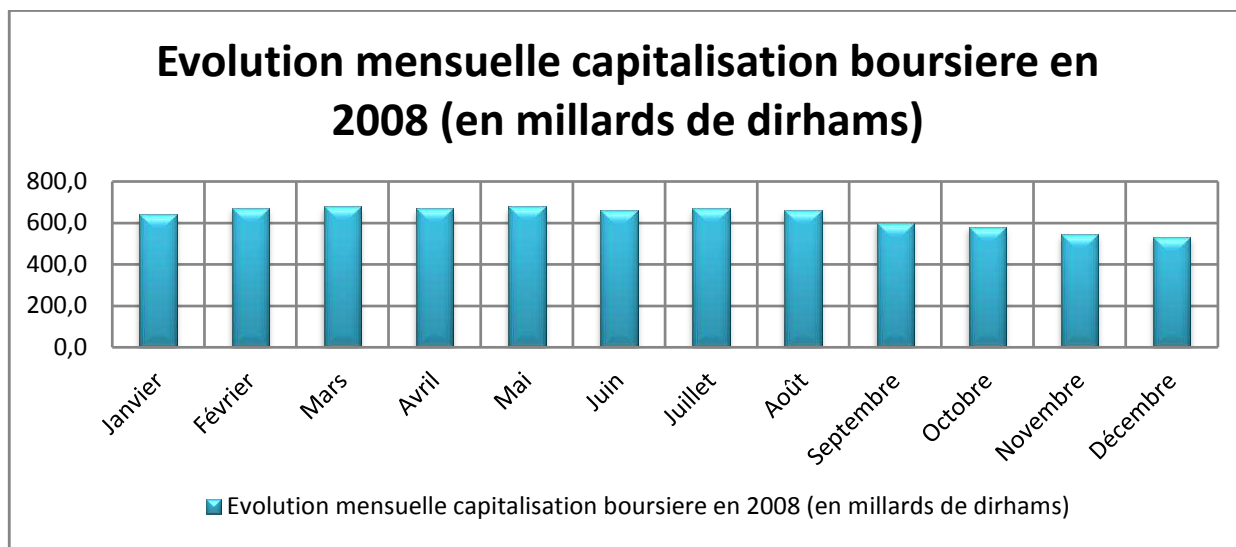
Graphique12 - Evolution mensuelle du volume des transactions en 2008 (en millions de DHs).



***Source: Rapport annuel de la bourse de Casablanca 2008 page: 35.**

Quant au volume total des transactions, il a atteint 95 milliards de Dh en 2008, soit 27,5% du PIB contre environ 1,8 milliards de Dh seulement en 2000. Il chute depuis 1999 et il a été estimé à 38,5 milliards de Dh en 2000 contre 26,7 milliards de Dh en 2001. Cette baisse s'explique aussi bien par le caractère exceptionnel de certaines opérations de privatisations réalisées au cours de la période 1999-2001 que par la baisse générale de l'activité sur le marché. La part du volume des transactions traitées sur le marché central a connu une augmentation progressive depuis 2005. Le marché de blocs représente 48% du volume des négociations en 2007 contre un volume négocié par cessions directes de l'ordre de 89% en 2008.

Graphique13 - Evolution mensuelle capitalisation boursière en 2008 (en milliards de dirhams).



***Source: Rapport annuel de la bourse de Casablanca 2008 page: 36.**

VIII. Conclusion

Il est évident de constater que la survenance d'une éventuelle crise systémique via le système bancaire ou financier demeure peu probable. L'analyse à partir du bilan et du hors-bilan sur une base consolidée permet de confirmer ce constat.

De même, les indicateurs de rentabilité font apparaître une amélioration significative de la rentabilité du secteur bancaire, en particulier, et financier en général au Maroc. L'effet-volume favorable, engendré par la hausse de la demande de crédit, malgré l'effet-prix défavorable, lié à la baisse des taux d'intérêt, contribue à légitimer ces résultats. Ceux-ci sont d'autant plus notables qu'ils ont été obtenus en dépit d'une conjoncture défavorable, marquée par les prémices de la crise économique. Le rôle joué par la banque de détail est à cet égard révélateur.

En effet, la forte présence des banques marocaines sur le marché de la banque de détail leur assure une rentabilité, sinon élevée du moins pérenne, sur une part substantielle de leurs activités.

Cette caractéristique leur permet de compenser une évolution plus ou moins stagnante enregistrée sur les opérations de marché et l'activité de gestion d'actifs.

Cependant, la stabilité du secteur bancaire marocain ne permet pas à elle seule de préserver l'économie marocaine de la survenance d'une crise systémique. La

transmission de la crise par l'économie réelle est d'autant plus probable que l'économie marocaine reste dépendante des aléas du marché international. Le repli relatif de la sphère réelle actuel est révélateur.

Dans le même ordre d'idées, la situation actuelle peut pousser les établissements de crédit à réviser leurs plans de financement, réaction qui entraînerait une éventuelle crise systémique.

D'où, la question qui se pose, Est-ce que la dégradation de la sphère réelle peut –elle être à l'origine d'une crise bancaire à travers le mécanisme de rationnement de crédit ?

CHAPITRE II : Libéralisation du compte de capital et croissance économique, analyse et essai de validation empirique pour le Maroc.

Section I : Analyse des évolutions du système financier marocain et leurs imputations sur l'économie réelle.

Présentée comme la solution miracle sensée redonner du souffle à une économie en mal de développement, la libéralisation du secteur financier était le moyen efficace et simple pour accélérer le processus de la croissance économique des pays en développement, à partir d'une meilleure mobilisation et allocation des ressources entre l'investissement et l'épargne. Le Maroc n'échappa pas à cette métamorphose.

A l'instar de beaucoup d'autres pays en développement, le Maroc s'engagea dans un chantier de réformes visant à moderniser son système financier afin de le rendre plus dynamique et plus adapté à la mobilisation et l'affectation des ressources. L'objectif ultime est l'encouragement de l'épargne ainsi que l'amélioration de la qualité de son affectation en vue de stimuler la croissance économique.

Ainsi, dans la perspective d'assurer un meilleur financement de l'économie marocaine, le secteur financier a connu depuis le début des années 90 une libéralisation progressive qui s'est déroulée en deux étapes :

- La première série de réformes, lancées au début des années 90, visait essentiellement le secteur bancaire.
- La deuxième phase des réformes, initiée au milieu des années 90, portait davantage sur le marché des capitaux tout en poursuivant les mesures de libéralisation du secteur bancaire.

Comme tout pays en développement, le Maroc avait un système financier réprimé se manifestant par des taux d'intérêt administrés, des financements en grande partie intermédiés, et où les procédures d'encadrement du crédit étaient directes.

I. Un système financier archaïque avant les réformes

Le marché financier marocain souffrait d'étroitesse et d'atonie. Les montants qu'il transitait restaient généralement faibles. Le niveau relativement moyen des rendements offerts et les conditions de son accès n'en faisaient pas encore un véritable instrument de financement.

La politique monétaire en vigueur utilisait comme mécanismes de régulation :

- Des taux administrés : entre 1974 et 1982 l'environnement monétaire était caractérisé par une rigidité des taux d'intérêt bancaires créditeurs et débiteurs. Et c'est sur la période 1983-1989 qu'on marqua une libéralisation partielle et attentive des taux avec la mise en application de la politique d'ajustement structurel en 1983.
- Une réglementation excessive : le système bancaire marocain souffrait de la prépondérance des autorités de surveillance et de contrôle. Les instruments utilisés à ces fins étaient :

* L'encadrement du crédit : instauré entre 1969-1972, il fut repris en 1976 puis bondonné 1991.

* Le poids des emplois obligatoires : il s'agissait des réserves monétaires obligatoires, Le plancher d'effets publics, le portefeuille minimum des crédits à moyen terme réescomptable (C.M.T.R), le coefficient d'emploi en crédits aux logements, le coefficient de retenue pour la créance née sur l'étranger, le portefeuille des bons de la C.N.C.A à un an.

Avant les années 1990 presque 65% des ressources bancaires trouvaient leur affectation sous forme d'emplois obligatoires dont le taux d'intérêt était largement inférieur au taux du marché. C'est la raison pour laquelle l'affectation des 35% restantes se faisait à des taux d'intérêt très élevés.

- Les financements privilégiés ou la politique sélective des crédits : Les financements privilégiés consistaient en la distribution d'une part plus ou moins importante des crédits à des conditions inférieures à celles du marché, en faveur des secteurs qui restaient, aux yeux des responsables, à la base de tout développement économique et social. Il s'agit, entre autres, des crédits à moyen terme réescomptables destinés aux petites et moyennes entreprises (P.M.E) et les crédits à l'exportation.
- Absence d'une concurrence interbancaire : conséquence de couple cloisonnement-spécialisation: Le cloisonnement du système bancaire marocain se manifestait par la distinction entre les O.F.S²⁸ et les banques commerciales. Cette distinction tenait compte à la fois de la manière de collecte des fonds et de leur affectation.

²⁸ Organismes Financiers Spécialisés.

* Le court terme en tant que champ d'action privilégié des banques commerciales.

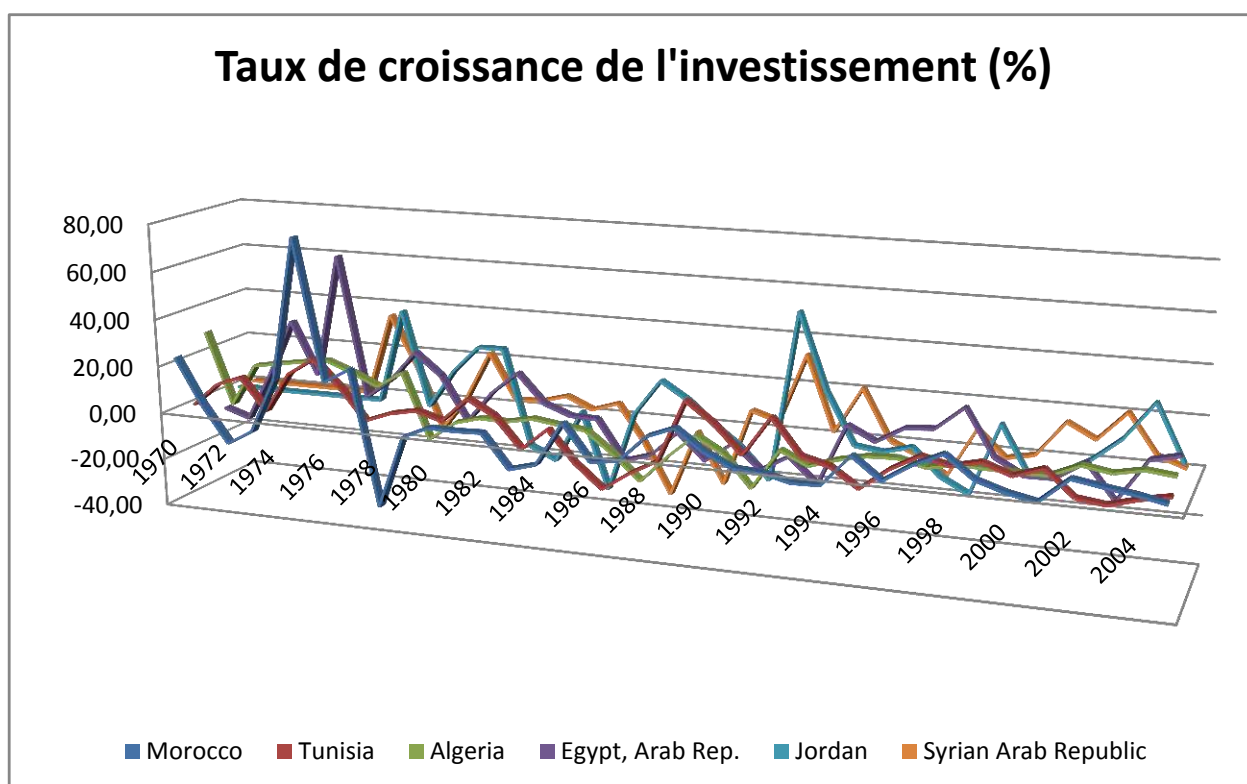
* Les organismes financiers spécialisés chargés de la promotion et l'encouragement du financement des investissements de longue durée.

- La prédominance de l'intermédiation financière et le rôle marginal du marché financier.

Un tel système empêchait l'émergence de la concurrence et le fonctionnement des mécanismes de marché et se révélait en définitive inapte à mobiliser les ressources financières et à leur assurer une allocation optimale. Dans ces conditions, le financement de l'économie se trouvait d'autant plus entravé que le rôle du marché des capitaux était marginal, avec un compartiment monétaire quasi-inexistant et une activité boursière léthargique.

II. Impact de la politique restrictive sur l'investissement et l'épargne au Maroc.

[Graphique14](#) - Evolution mensuelle capitalisation boursière en 2008 (en milliards de dirhams).



*Source: Technical report 200908-04 Aout 2009, IIDE institute for international and development economics.

La faiblesse de l'investissement

Comme le justifie le graphique, le taux d'investissement marocain restait d'une importance relativement faible par rapport à celui réalisé par d'autres pays de la région. En effet, avant 1973 on constate une faiblesse aussi bien du taux d'investissement que celui de la croissance de P.I.B.

L'investissement gravitait autour de 14%, exception faite en 1970 où ce taux atteignait 15,3%. Cette situation, caractérisant cette période, peut être attribuée dans une large mesure au plafonnement des taux d'intérêt à des niveaux artificiellement faibles. Car, si la nature des investissements est fonction des politiques et des conditions du marché; en revanche, le niveau de l'investissement lui-même est essentiellement fonction de l'épargne intérieure. Le volume de ce dernier dépend, pour une grande part, du niveau des taux créditeurs. Toutefois, à partir de 1974 et jusqu'en 1977, il y avait un saut quantitatif de l'accroissement des investissements grâce notamment à la première révision des taux d'intérêt; mais aussi à la hausse substantielle dans les rentrées des devises dues aux augmentations du prix des phosphates en 1974 -1975, aux transferts des travailleurs à l'étranger et aux emprunts extérieurs énormes.

Cependant, malgré l'amélioration relative des taux d'investissement au cours de cette période caractérisée par des taux d'intérêt bas, l'efficacité de ces investissements, mesurées par le rapport du taux de croissance annuelle de P.I.B réel au taux d'investissement, est restée faible : des taux d'intérêt bas permettaient aux entreprises un financement à bon marché et de ce fait, procédaient à des investissements de peu de rentabilité économique, peu d'efficacité du point de vue de croissance du produit global, moins sélectionnés...etc. Ce sont, d'ailleurs, les raisons pour lesquelles à partir de 1983, lorsque les taux d'intérêt réels commençaient à s'améliorer, l'efficacité de l'investissement était aussi. Au même temps on assistait à une diminution continue du taux d'investissement passant de 24,4% en 1983 à 20% en 1987.

L'insuffisance de l'épargne mobilisée

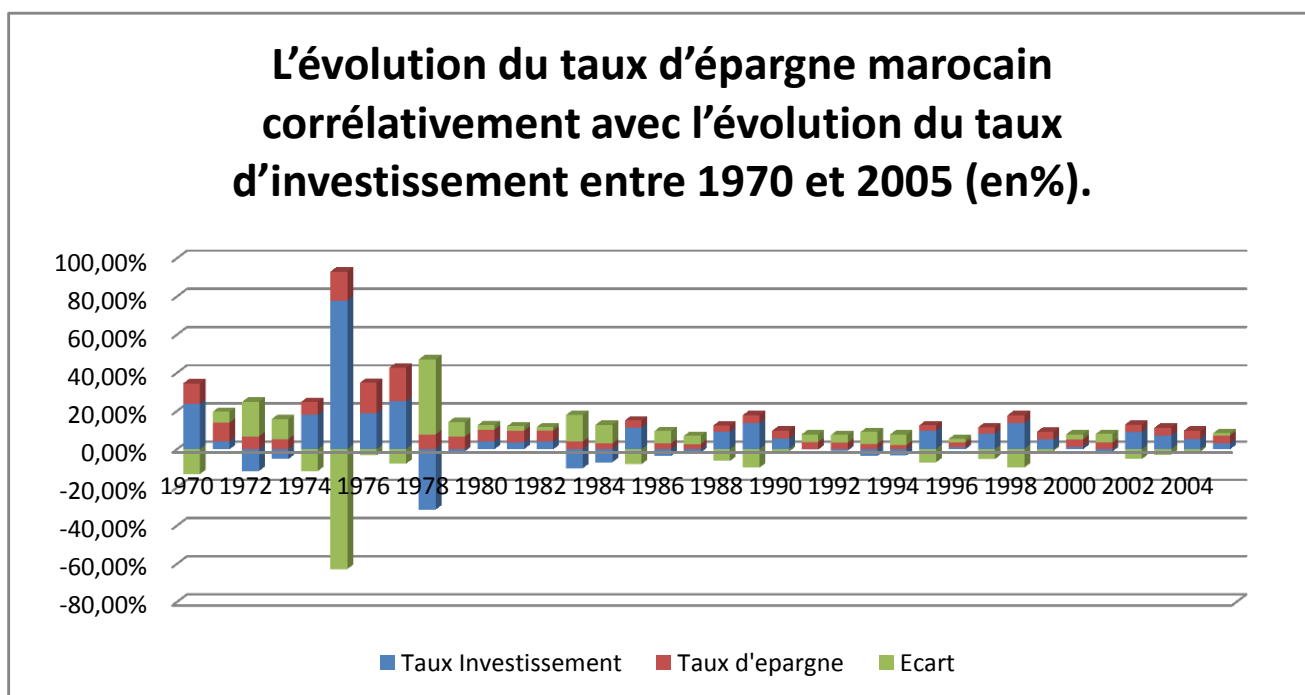
La politique monétaire et celle de crédit adaptée par le Maroc avant les années 1990 a provoqué un découragement quantitatif de l'épargne institutionnelle, et par la suite un déficit structurel en ressources. En effet, en 1966 et 1973, le taux d'épargne au Maroc se situait au-dessus de 14,5% à l'exception de 1968 où il franchissait une fraction de 16,2%, grâce notamment au rendement agricole exceptionnel que le Maroc a réalisé au cours de cette année. Cependant, cette augmentation se trouvait majorée par celle de

1974 où ce taux atteignait 19,7% grâce à l'augmentation brutale que connaissait le prix des phosphates et la révision entreprise par les autorités monétaires des taux d'intérêt créditeurs.

Cette augmentation n'a pas duré longtemps, étant donné que dès 1975 le taux d'épargne nationale n'a cessé de baisser d'une année à l'autre pour retrouver en 1981, sous l'effet de la grande crise financière des années 80, son niveau des années 60.

L'appréciation de la vraie valeur d'épargne nous incite, soit à la comparer à celle réalisée par les autres pays; soit à la rapprocher au taux d'investissement. Ainsi, " la répression financière " de l'époque laissait, comme le montre le graphique, d'une part, le taux d'épargne marocain inférieur à celui des pays de la région; d'autre part, le taux d'investissement supérieur à celui de l'épargne, sauf en 1974 grâce aux raisons entamées. Le financement de l'écart entre ces deux agrégats s'est effectué, ou bien par le recours à l'endettement extérieur ou bien par des moyens inflationnistes.

Graphique15 - L'évolution du taux d'épargne marocain corrélativement avec l'évolution du taux d'investissement entre 1970 et 2005 (en%).



***Source: Technical report 200908-04 Aout 2009, IIDE institute for international and development economics.**

L'épargne financière au Maroc restait insuffisante durant la période 1970-1988. En effet, le montant brut rapporté à la F.B.C.F n'a pas marqué d'expansion remarquable. Le meilleur rapport a été celui de 1974, grâce à la bonne récolte agricole qu'avait

connue le Maroc à cette année et qui est restée comparable à celle enregistrée en 1968.

La faiblesse du ratio (Epargne Financière rapportée à la F.B.C.F et au P.I.B) montre à quel niveau l'épargne financière marocaine est restée insuffisante pour couvrir les besoins d'investissement dont a souffert le pays.

Tableau N°3 : Evolution de l'épargne liquide et l'épargne financière, rapportées à la F.B.C.F et au P.I.B sur la période 1970-2089 (en million de Dhs et en%).

Année	Epargne Financière		Epargne liquide		FBCF	PIB	(1)/(3) en %	(1)/(4) en %	(2)/(3) en %	(2)/(4) en %
	Montant (1)	Variation (%)	Montant (1)	Variation (%)						
1970	668	-	780	-	2988	19431	22,3	3,4	26	4
1971	464	-30	802	2,8	3269	21383	14,1	2,1	24,5	3,7
1972	593	27	880	9,7	3177	22689	18,6	2,6	27,6	3,8
1973	793	38	1009	14,6	3471	24915	22,8	3,2	29	4
1974	1357	71	1402	39	4932	33602	27,5	4	28,4	4,1
1975	1507	11	1929	38	8863	36418	17	4,1	21,3	5,3
1976	2180	44	2317	20	11778	41012	18,5	5,3	19,6	5,6
1977	2205	1	2727	18	15349	49761	14,3	4,4	17,7	5,4
1978	3260	48	4337	60	13700	55154	23,7	5,9	31,6	7,9
1979	1654	-49	5231	20	14876	62043	11,1	2,6	35,1	8,4
1980	1518	-8	6491	24	16478	74090	9,2	2	39,3	8,7
1981	2993	77	7630	18	20512	79030	14,5	3,8	37,2	9,6
1982	5007	67	8942	17	25376	92898	19,5	5,4	35,2	9,6
1983	3304	-32	11622	30	24233	99143	14	3,4	47,9	11,7
1984	3298	-3	12927	11	25954	112345	12,7	2,9	49,8	11,5
1985	3564	8	18464	43	29928	129507	11,9	2,7	61,6	14,2
1986	7231	103	22550	22	33093	154625	21,9	4,6	68,1	14,6
1987	6817	-6	27832	23	31632	156689	21,5	4,3	87,9	17,7
1988	6726	-1,3	30806	11	36800	180490	18,2	3,7	83,7	17
1989	9338	39	37117	2	44174	193931	21,1	4,8	84	19,1

*Source : Rapport annuel de Bank Al Maghreb 2009.

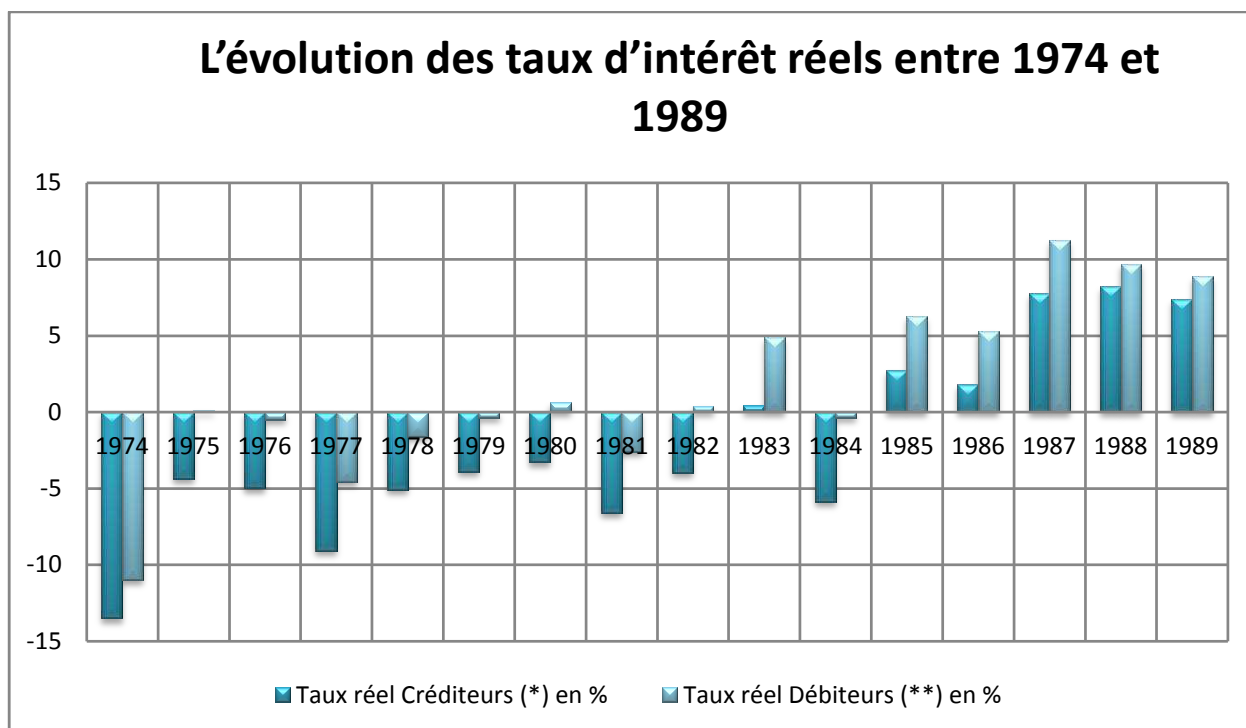
De sa part, entre 1970 et 1988 le rapport épargne financière / produit intérieur brut, est resté fluctuant entre 2 et 5,9%. Le niveau plancher a été retouché en 1980, soit le même rapport que celui de 1969. Quant aux fractions relativement importantes, telles celles enregistrées en 1974, 1976, 1978, et en 1982, elles restaient dans leur grande part des émissions qui n'ont pas donné lieu à une création effective des valeurs mobilières.

D'une façon générale, l'examen de ces ratios montre une faiblesse structurelle de l'épargne financière et son importance relative dans le financement de l'économie marocaine.

Une inflation galopante

L'inflation reste un phénomène structurel qui a caractérisé, depuis longtemps, l'économie marocaine que cette dernière ait adopté une politique de stabilisation ou de croissance. Parmi les conséquences précoces de ce phénomène on cite, l'existence des taux d'intérêt réels négatifs. En effet si on observe, à partir du graphique, l'évolution qu'avaient connue les taux d'intérêt réels, on constate qu'ils ne sont devenus positifs d'une façon continue qu'à partir de 1985, grâce à la modération relative des prix.

Graphique16 - L'évolution des taux d'intérêt réels entre 1974 et 1989.



(*) Les dépôts internes à 6 mois d'échéance. (**) Sur les dépôts à taux mobilisable (les crédits en fin d'année)

*Source: Bank Al Maghreb.

Nombreuses, sont les conséquences de la jonction des taux d'intérêt nominaux faibles et des taux d'inflation importants : une transformation de la structure de l'épargne globale en faveur de l'épargne liquide, le développement de la finance informelle, la fuite des capitaux à l'étranger; mais surtout l'endettement, qu'il soit intérieur ou extérieur, du pays.

Les réformes entamées au début des années 1980 visaient déjà à moderniser le système financier marocain dans son ensemble en s'attaquant progressivement à ces handicaps et à son archaïsme, en vue de lui permettre de mieux remplir sa fonction de mobilisation des ressources et d'adapter ses structures et ses modes de fonctionnement aux exigences de l'ouverture internationale.

En effet, l'activité bancaire était d'autant plus sévèrement contrôlée que les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs étaient administrés, ce qui laissait peu de place au fonctionnement des mécanismes de marché et à l'émergence de la concurrence. En raison des distorsions qu'il n'avait pas manqué d'engendrer, le système mis en place s'était avéré en définitive inapte à mobiliser les ressources financières et à leur assurer une allocation rationnelle. Ces imperfections constituaient en fait une véritable entrave pour le financement de l'économie, surtout que le rôle du marché des capitaux était marginal, son compartiment monétaire étant quasi-inexistant et celui du long terme étant limité à une activité boursière devenue léthargique.

III. Les réformes engagées durant les années 90

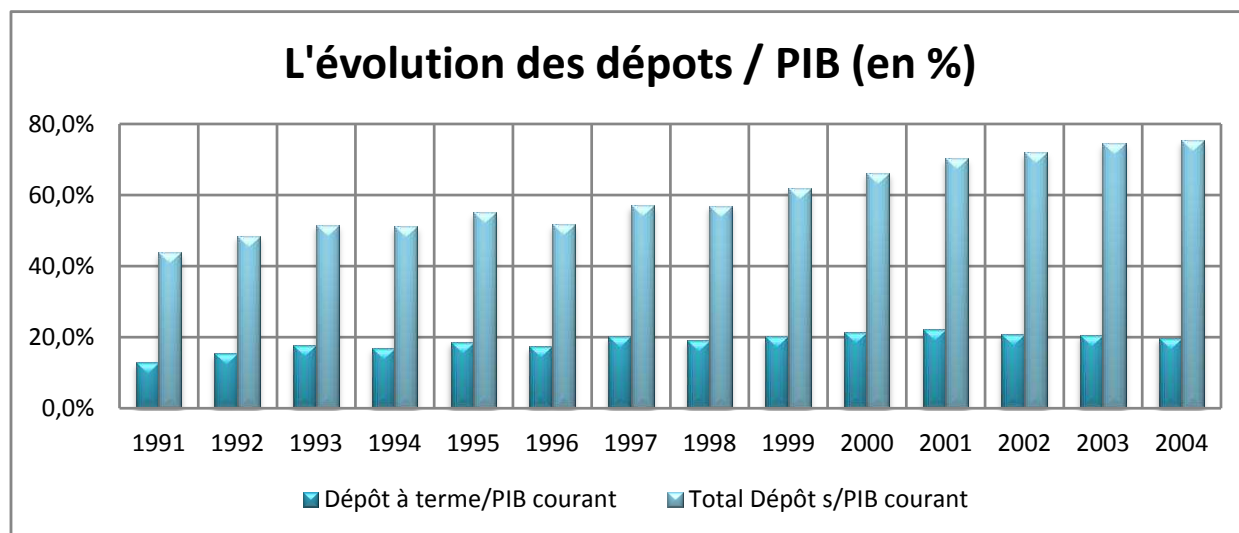
Rappelons, la réforme qui visait à faire évoluer le système financier national d'une «*économie d'endettement*» vers une «*économie de marché*», a été conduite dans le cadre de la mise en œuvre d'un vaste programme d'ajustement structurel de l'économie nationale appuyé par le FMI et la Banque Mondiale. Celui-ci a cherché à la fois, sur le plan conjoncturel à résorber les déséquilibres résultant de la politique expansionniste menée pendant les années soixante-dix et, à plus long terme, à accroître l'efficacité de l'ensemble du système financier marocain.

Depuis le début des années 90, le secteur financier au Maroc a connu un mouvement de libéralisation marquée par des réformes (les 3D : Déréglementation, décloisonnement, désintermédiation) appuyées par une série d'initiatives de la Banque Mondiale. Ces réformes portaient sur le secteur bancaire (1991-1995), le développement du marché des capitaux et la poursuite de la libéralisation du secteur financier (depuis 1996).

En effet, la réforme financière s'est traduite par la généralisation de la banque universelle, la libéralisation des taux d'intérêt et la déréglementation de l'activité bancaire. Ce mouvement s'est concrétisé par la levée de l'encadrement du crédit en 1991, la suppression des emplois obligatoires entre 1992 et 1998 ainsi que par la libéralisation progressive des taux d'intérêt créditeurs à partir de 1985 et des taux

débiteurs à partir de 1990. Cette action a été consolidée par la refonte, en 1993, du cadre juridique régissant l'activité des établissements de crédit qui a impulsé une nouvelle dynamique à ce secteur. Celui-ci a connu, en effet, un développement remarquable des crédits et des dépôts. En parallèle, les banques ont développé de nouveaux produits, tels les certificats de dépôt, et adopté de nouvelles techniques de crédit s'inspirant de celles en vigueur sur le plan international.

Graphique17 - L'évolution des dépôts/PIB (en %).



***Source: IFS, Country profile: Morocco, Posts: 686.2TL.ZF, 68616L.ZK.**

Parallèlement, pour prévenir une fragilisation des établissements de crédit accompagnant généralement la libéralisation de leur activité, les autorités monétaires ont mis en place une réglementation prudentielle rigoureuse afin de limiter les risques que ces établissements encourent. De même, la consolidation de leur assise financière a été recherchée à travers le relèvement du montant de leur capital social minimum et de leurs fonds propres nets. S'inspirant des normes internationales, notamment celles édictées par le Comité de Bâle, les ratios prudentiels (ratio Cooke, coefficient de division des risques, classification et provisionnement des créances en souffrance, etc.) cherchent in fine, à travers la maîtrise des risques par les banques, à assurer la protection des déposants et partant la renommée de la place. Cet impératif avait conduit également à l'alignement, en janvier 2000, de la comptabilité des établissements de crédit sur les normes internationales en la matière et à l'institution des règles d'audit et de contrôle interne visant à informer davantage les organes dirigeants des établissements de crédit et donc à les responsabiliser.

Concomitamment au processus de modernisation du système bancaire, il a été procédé à la rénovation du marché des capitaux, à travers l'application dès 1984,

d'une série de réformes qui ont abouti à l'émergence d'un marché monétaire et à une refonte totale du cadre institutionnel régissant le marché financier. Le but visé était de parvenir à l'édification d'un vaste marché des capitaux, unique et décloisonné, permettant à tous les intervenants d'arbitrer instantanément entre titres courts et titres longs dans un cadre de libre jeu des mécanismes de marché et de sécurité renforcée.

Ainsi, pour consolider le rôle du marché monétaire, il a été décidé en 1989 d'amener le Trésor à lever les fonds nécessaires au financement de son déficit par le canal de la technique des adjudications qui met en concurrence les souscripteurs ou soumissionnaires aux bons du Trésor. Réservé au départ aux seules banques, le marché a été ouvert, graduellement, d'abord aux établissements financiers et aux compagnies d'assurance, ensuite aux entreprises publiques et privées, et enfin en 1995, aux personnes physiques ainsi qu'aux non-résidents. En même temps, le Trésor a initié une série de réformes et de techniques destinées à améliorer les procédures d'émission afin de rendre le marché des adjudications plus attractif.

Le marché boursier a connu, pour sa part, depuis 1993, des mesures ayant débouché sur une nouvelle structure composée d'une part, de la Bourse de Casablanca, constituée sous forme de société de droit privé et chargée, principalement, de la gestion et du développement du marché des valeurs mobilières et d'autre part, de sociétés de bourse assurant la garde et le placement des titres, la gestion de portefeuilles en vertu d'un mandat, le conseil à la clientèle et l'assistance technique aux personnes morales faisant appel public à l'épargne.

La poursuite du processus de l'élargissement du marché financier avait appelé l'institution, en 1999, d'un régime juridique prévoyant la titrisation des créances hypothécaires inscrites dans le bilan des établissements bancaires. Cette technique visait, in fine, à mobiliser des ressources nouvelles pour le financement du logement. La bourse s'est par la suite dotée, en 2000, d'un compartiment, « le Nouveau Marché », dédié aux PME-PMI à fort potentiel de croissance et a ouvert le marché aux concessions de services publics.

La supervision de l'activité de la Bourse est assurée par le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) qui intervient en tant qu'autorité de contrôle chargée de veiller au bon fonctionnement du marché boursier. Cette institution est chargée, également, d'assurer la protection des épargnants et des investisseurs en veillant,

notamment, à la diffusion, par les personnes morales faisant appel public à l'épargne, de l'information nécessaire à la transparence du marché.

Section II : Libéralisation financière et croissance au Maroc : Analyse empiriques.

I. Quelques Analyses empiriques du degré de développement financier et croissance

Dans la plupart des études empiriques, la relation de causalité n'est pas clairement mise en évidence. La disponibilité accrue de ressources financières stimule la croissance et la demande générée par celle-ci, en augmentant les revenus et l'épargne. Celle-ci favorise à son tour le développement.

L'idée selon laquelle le développement financier a un impact sur la croissance du fait d'une meilleure mobilisation de l'épargne à la fois domestique et externe est largement débattue dans la littérature. En effet, sans système financier, les agents en seraient réduits à autofinancer leurs projets d'investissement. C'est le paradigme du «*petit paysan pauvre* » présenté par McKinnon (1973) qui, en l'absence de système financier, est incapable de financer la mise en place de techniques de production plus efficaces parce que cela représente un sacrifice trop important en termes de consommation. Ainsi, comme l'épargne constitue un préalable à tout investissement et que l'accumulation du capital est à l'origine de la croissance, il est nécessaire que se développent les structures financières destinées à faciliter la constitution de l'épargne financière.

Enfin, une mobilisation accrue de l'épargne et une meilleure allocation des ressources dans l'économie doivent permettre une extension des possibilités de production et l'adoption de techniques plus efficaces. Cela peut conduire les entrepreneurs à se spécialiser. Cependant, une plus grande spécialisation requiert davantage de transactions qu'une situation où chaque agent produirait l'ensemble des biens dont il a besoin. En réduisant les coûts de transaction, l'approfondissement financier faciliterait la spécialisation et donc la croissance de la sphère réelle (*Greenwood & Smith 1995*).

L'ensemble de ces arguments plaide en faveur d'un sens de causalité univoque entre développement financier et croissance de la sphère réelle. C'est le développement financier qui faciliterait l'accumulation du capital et donc le développement économique. Pourtant, et à la suite des travaux de Patrick (1966), il convient de s'interroger sur l'existence d'un lien de causalité inverse : en quoi le développement

économique peut-il induire le développement financier ? Patrick²⁹ distingue deux étapes dans le développement économique d'un pays. Dans la première, c'est le développement financier qui induit le développement économique. C'est la phase de «*supply leading*» où l'approfondissement financier permet, comme chez *Schumpeter*, le transfert des ressources d'un secteur traditionnel peu productif vers un secteur moderne plus efficace. Transfert nécessairement progressif, eu égard aux risques de faillite des institutions financières qu'il peut provoquer. Une fois cette première étape franchie, le sens de causalité s'inverserait. C'est la phase de «*demand following*» où le système financier répond de manière passive à la demande de services qui s'adresse à lui. Ce qui rejoint les vues du FMI (1996) selon lequel « le niveau initial du développement financier influence le niveau ultérieur de la croissance ».

Ainsi, même si la plupart des travaux théoriques tentent de légitimer l'existence d'un lien causal univoque entre approfondissement financier et croissance de la sphère réelle, un sens de causalité inverse peut également être envisagé. *Pagano* (1993) montre également que le développement financier, quoique généralement favorable à la croissance, peut également lui être défavorable, en raison du risque de réduction de la collecte de l'épargne. Ceci peut se produire si la meilleure protection contre le risque que fournissent les intermédiaires et les marchés financiers conduit à une réduction de l'épargne (en cas d'aversion au risque supérieure à un). De plus, la fourniture de crédit aux ménages peut accroître leur consommation et réduire leur taux d'épargne.

II. Les déterminants de la croissance au Maroc

La croissance économique est un phénomène très complexe. Ainsi, la capacité d'un pays à dégager un niveau de vie par tête en constante évolution dépend en grande partie de sa capacité à réaliser, à long terme, des taux de croissance économique positifs.

Au Maroc, la dynamique de cette croissance nécessite une étude approfondie de ses déterminants à la lumière de la théorie et de la réalité économique vécue. Cependant, l'étude des déterminants de la croissance économique est un essai très difficile pour plusieurs raisons :

- Les approches théoriques (Levine, Renelt) avancent que l'investissement est le seul facteur de croissance économique. Alors que d'autres percepts (comme Goldsmith)

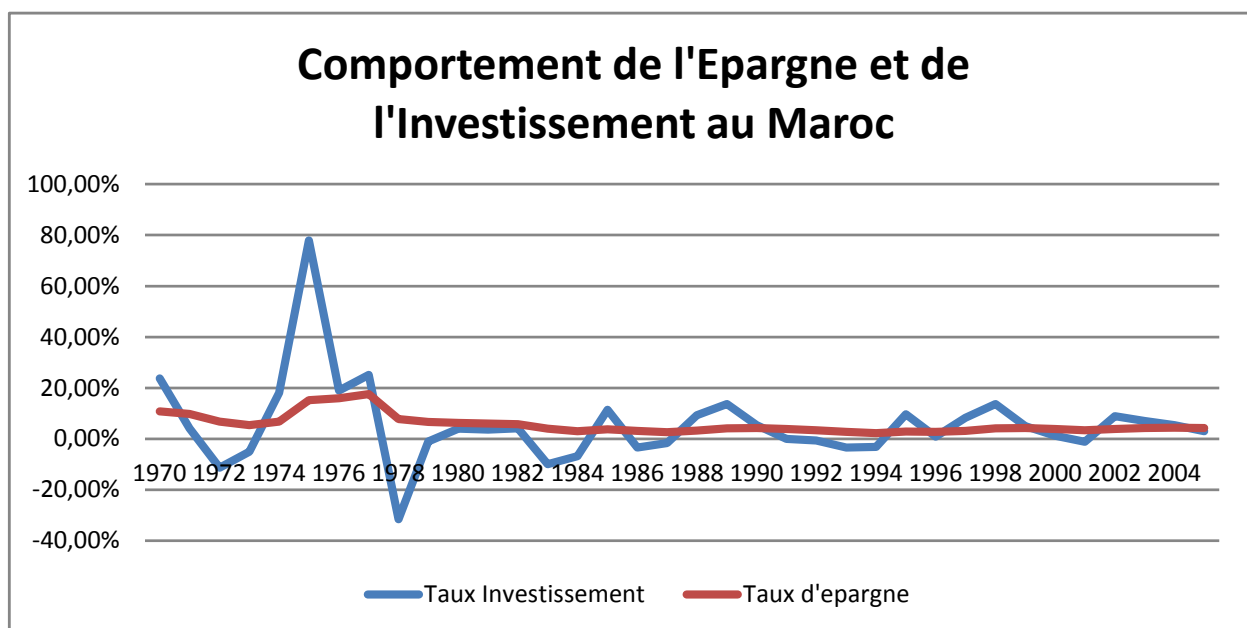
²⁹ Pour Jung (1986) aussi, le développement financier influencerait la croissance au cours des premiers stades du développement économique, mais le sens de causalité s'inverserait par la suite.

insistent sur l'existence d'un système de paiement efficace (mobilisant une épargne productive) qui est une condition nécessaire de la croissance. Certes, l'ajout d'autres variables a permis l'élargissement des déterminants de la croissance sans pour autant satisfaire les controverses et les critiques.

· Les méthodologies utilisées sont sujettes à de vives critiques : Problème de spécification, manque de théories, erreur de mesures, non fiabilité des modèles économétriques...etc. En effet, l'évolution de la croissance économique au Maroc est entachée de nombreuses zones d'ombre. L'étude préalable du lien épargne – investissement -croissance pourra certainement éclaircir certaines de ces zones.

III. Le comportement de l'épargne et l'investissement au Maroc sur la période 70-2004

Graphique18 - Comportement de l'Epargne et de l'Investissement au Maroc.



***Source: Technical report 200908-04 Aout 2009, IIDE institute for international and development economics.**

Au Maroc, l'évolution du taux d'épargne marque un profil irrégulier. En plus le taux de couverture de l'investissement par l'épargne nationale est souvent et de loin inférieur à 100%.

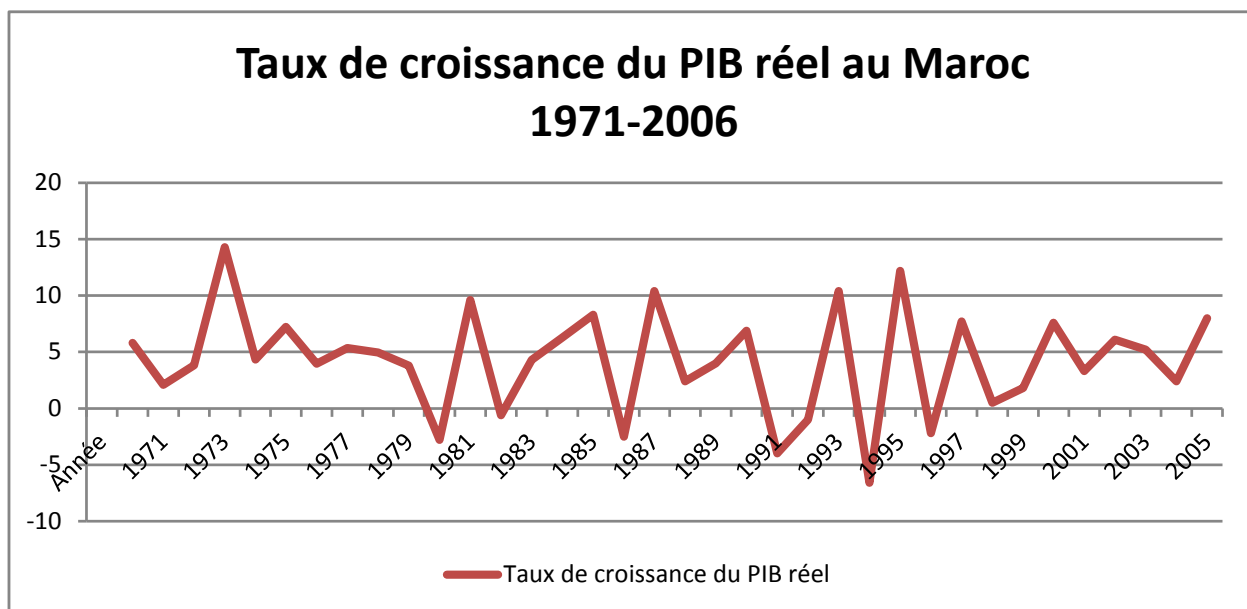
A noter, que le taux de croissance de l'investissement a enregistré d'une manière générale une tendance ascendante depuis le début de la décennie 90. Cependant, il ne faut pas négliger la tendance générale de l'évolution du taux de l'épargne au Maroc.

En effet, la régression de la fonction d'épargne³⁰ sur cette période (1970-2004) nous a permis de constater un effet positif entre l'épargne et les taux d'intérêts créditeurs réels ($\alpha=1.28$) associé à «*t*» de *Student* significatif (4,05). Plus encore, le taux d'intérêt est positivement corrélé avec le taux d'épargne même après la prise en considération du taux d'inflation ($\beta= 0.13$) associé à «*t*» de *student* (1.19). On peut interpréter ces résultats comme étant une preuve en faveur des thèses de Mackinnon et Shaw.

Pour tester l'hypothèse de complémentarité de Mac-Kinnon entre l'investissement et l'accumulation des encaisses monétaires, on a établi une équation de régression basée sur un ensemble de variables explicatives³¹. Les résultats obtenus montrent largement la tendance fluctuante de l'investissement au Maroc. Ainsi, la dette extérieure affecte négativement l'effort de l'investissement (en moyenne $\alpha=-0.05$, avec un *Student t*=-0.5), alors que la masse monétaire avec toutes ses composantes (M2/PIB ; M3/PIB (M3-M2)/PIB) sont corrélés positivement avec l'effort d'investissement (respectivement $\alpha_1=0.08$ $\alpha_2= 0.05$ $\alpha_3=10.24$).

IV. Le comportement de la croissance économique au Maroc sur la période 1970-2004

Graphique19 - Taux de croissance du PIB réel au Maroc 1971-2006.



*Source: Technical report 200908-04 Aout 2009, IIDE institute for international and development economics.

³⁰ Les variables retenues pour expliquer le comportement de l'épargne au Maroc sont principalement : le PIB par tête, le taux de croissance du PIB réel, l'inflation et le taux d'intérêt sur les bons de trésor à 6 mois et le taux sur le marché monétaire.

³¹ Pour capter le comportement de l'investissement au Maroc on a retenu les variables suivantes : taux de croissance du PIB réel, paiement de la dette extérieure, le taux sur le marché monétaire inflation la masse monétaire la part des crédits distribués dans l'économie.

Le taux annuel moyen de croissance économique a atteint le record de 8% durant la période 1974-1977 pour se stabiliser aux alentours de 3.5% durant les trois périodes suivantes : 1978-80, 1981- 82 et 1983-85. Cette évolution est couplée avec une tendance accrue à enregistrer des taux de croissance annuelle moyenne négatifs. Ainsi, si durant les années 1970 aucun taux négatif n'a été enregistré, les années 1980 ont connu ce type de taux trois fois (voir graphique). Les cinq autres cas ont eu lieu durant la décennie 1990. Ces performances très irrégulières sont la cause de la variabilité, mesurée par l'écart type, de tendance haussière du taux de croissance annuelle sur chacune des périodes. Nous devons signaler que durant la période 1986-1990, le Maroc a enregistré des performances économiques prometteuses que certains ont interprétées comme une transition de l'économie marocaine vers un sentier de croissance plus élevée³². Pour cerner la dynamique de la croissance économique au Maroc, il importe d'étudier plus à fond ses déterminants à la lumière des éléments théoriques et empiriques disponibles³³.

Section III : Implication de la libéralisation du compte capital à la croissance économique : Validation économétrique

Dans cette section, l'idée est d'établir dans un premier temps, une relation qui explique une partie importante de la croissance à partir des déterminants traditionnels, ou de ceux suggérés par la théorie de la croissance endogène, comme le capital humain, le taux d'ouverture...En ajoutant ensuite des variables financières comme l'indice de libéralisation financière, afin de juger de la mesure dans laquelle celles-ci améliorent l'analyse.

Dans un second temps, on tentera de déterminer les lieux de causalité, au sens de Granger, entre les variables de la sphère financière et celles de la sphère réelle. On commence par une définition du modèle économétrique utilisé dans notre approche de modélisation en identifiant les sources des données et la période de l'estimation qui met en exergue le développement de la libéralisation du compte de capital au Maroc, ainsi la méthodologie d'estimation et les motifs du choix de cette dernière.

³² S. M. N'souli, et al., (1995), "Resilience and growth through sustained adjustment: the Moroccan experience", IMF, Occasional Paper, Nu. 117, p. 42.

³³ La littérature sur les déterminants à long terme de la croissance est très diversifiée et inclut des contributions théoriques et empiriques. En plus, les apports empiriques sont de différentes natures. Il y a ceux faits en utilisant des données de panel portant sur un ensemble de pays (cross-section data) et ceux faits en utilisant des séries chronologiques.

I. Le modèle :

Notre équation de régression s'écrit comme suit :

$$\log PIB = c + \alpha_1 \log Inv + \alpha_2 \log Inf + \alpha_3 \log Ouv + \alpha_4 \log Defi + \alpha_5 \log KH + \alpha_6 \log IndLF + \alpha_7 \log\left(\frac{M2}{PIB}\right) + \alpha_8 \log\left(\frac{M3}{PIB}\right) + \alpha_9 \log((M3 - M2)/PIB) + \alpha_{10} \log Crédit$$

Le choix de ce modèle est justifié par sa capacité à donner des réponses sur les questions qu'on a posé au début de notre travail, aussi permet de mesurer les effets marginaux de chaque variable utilisée sur la variable d'intérêt. Le Log des variables permet de les détacher de toute tendance non linéaire et facilite par la suite l'interprétation des résultats ainsi fiabiliser le modèle surtout que les variables utilisées sont issues de plusieurs secteurs et l'échantillon pris contient des ruptures de tendance causées par les changements structurels ainsi conjoncturels pendant ces années.

II. Les données et période d'étude :

Les données sont issues de la base de données IIDE³⁴ (*institute for international and development economics*) publiées dans le rapport n°200908-04 d'Aout 2009, ainsi la base de données de la FMI IFS³⁵ (*International Financial Statistics*) plus précisément le profile Maroc (IFS_Table_-8589170929376072983) pour les variables financières. On ce qui concerne la période d'études elle s'étale sur la période 1970 jusqu'au 2006 ainsi notre modèle contient 36 observations et 11 variables. Cette configuration nous permet d'avoir une meilleure visibilité sur le comportement des variables tout au long de la période, surtout que cette période a connu les changements les plus marquants de l'évolution de la libéralisation du compte de capital.

III. Méthodologie d'estimation :

Nous utiliserons les développements récents de l'économétrie des séries temporelles pour analyser les relations de causalité entre la croissance et la libéralisation de compte de capital. Cette approche se fera en trois étapes : tests de racine unitaire, tests de co-intégration de Johansen, tests de causalité de Granger dans le cadre d'un modèle vectoriel à correction d'erreurs. Les tests de racine unitaire permettent d'identifier la présence de racine unitaire dans une série. Une série chronologique est

³⁴ <http://www.i4ide.org/content/wpapers.html>.

³⁵ Une base de données universelle qui englobe toutes les variables financières des payes membre de le FMI, et qui est actualisée en fonction des révisions des variables surtout celles de long terme.

stationnaire si elle ne comporte ni tendance ni saisonnalité. Le test de Dickey-Fuller Augmenté sera employé à cette fin. Dans ce test, on cherchera à vérifier l'hypothèse nulle contre l'hypothèse alternative. Le test de Dickey-Fuller est basé sur l'estimation par les moindres carrés des trois modèles suivants (J.E Mata, 2007) :

$$\begin{aligned} (1) \quad \Delta x_t &= (\rho - 1)x_{t-1} + \sum_{j=2}^k \varphi \Delta x_{t-j+1} + \varepsilon_t \\ (2) \quad \Delta x_t &= (\rho - 1)x_{t-1} + \sum_{j=2}^k \varphi \Delta x_{t-j+1} + \gamma + \varepsilon_t \\ (3) \quad \Delta x_t &= (\rho - 1)x_{t-1} + \sum_{j=2}^k \varphi \Delta x_{t-j+1} + \gamma + \beta_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

L'étude de la cointégration permet de tester l'existence d'une relation stable de long terme entre deux variables non stationnaires, en incluant des variables retards et des variables exogènes. Il existe plusieurs tests de la cointégration, le plus général étant celui de Johansen. Quel que soit le test retenu, il n'a de signification que sur des séries non stationnaires longues. Par conséquent, l'analyse de la co-intégration permet d'identifier clairement la relation véritable entre deux variables, en recherchant l'existence d'un vecteur de co-intégration et en éliminant son effet le cas échéant. Deux séries x et y sont dites co-intégrées si les deux conditions suivantes sont vérifiées : elles sont affectées d'une tendance stochastique de même ordre d'intégration et une combinaison linéaire de ces séries permet de se ramener à une série d'ordre d'intégration inférieur. Enfin, le test de co-intégration de Johansen utilise deux statistiques : la statistique de la trace et celle de la valeur propre maximale. Les distributions asymptotiques de ces statistiques sont non standard.

Au niveau théorique, la mise en évidence de relations causales entre des variables économiques fournit des éléments de réflexion propices à une meilleure compréhension des phénomènes économiques. De manière pratique, « the causal knowledge » est nécessaire à une formulation correcte de la politique économique (Bourbonnais, 2003). La présence d'une relation de co-intégration entre deux variables engendre l'existence d'une relation causale entre celles-ci dans, au moins une direction. Cette relation causale peut être analysée grâce au test de causalité de Granger qui s'appuie sur le modèle vectoriel à correction d'erreurs (VECM).

Selon le théorème de représentation de Granger, tout système co-intégré implique l'existence d'un mécanisme à correction d'erreur qui empêche les variables de trop s'écarter de leur équilibre à long terme. Dans notre cas, si les trois variables étudiées, à savoir : logarithme du produit intérieur brut, logarithme du développement

touristique, et logarithme de la pauvreté, sont co-intégrées, on déduit qu'il existe un mécanisme à correction d'erreurs.

Le modèle à correction d'erreurs est une forme particulière des modèles autorégressifs à retard échelonnés (ARDL). Il peut être interprété à cet égard comme un modèle d'ajustement. A l'instar du modèle d'ajustement, le coefficient du terme d'erreur n'est pertinent que lorsqu'il est significatif et compris entre -1 et 0.

IV. Les choix des variables financières et résultats empiriques

Le secteur financier marocain, comme la plupart des pays émergents, est basé essentiellement sur l'intermédiation bancaire. Ainsi, la libéralisation financière est considérée comme l'indicateur le plus approprié pour l'étude de la croissance économique. C'est pour cette raison, les régressions qu'on effectuera tiendront compte principalement des variables bancaires (liquidités, les crédits) et de l'indice de libéralisation financière.

$$\log PIB = c + \alpha_1 \log Inv + \alpha_2 \log Inf + \alpha_3 \log Ouv + \alpha_4 \log Defi + \alpha_5 \log KH + \alpha_6 IndLF + \alpha_7 \log\left(\frac{M2}{PIB}\right) + \alpha_8 \log\left(\frac{M3}{PIB}\right) + \alpha_9 \log((M3 - M2)/PIB) + \alpha_{10} \log Crédit$$

- $\log PIB$: C'est le logarithme du PIB réel par habitant.
- $\log Inv$: Le logarithme du taux de l'investissement calculé par le rapport $(FBCF+\Delta S)/PIB$
- $\log Inf$: Le logarithme du taux d'inflation. En effet le taux d'inflation élevé agit négativement sur les taux d'intérêt réels.
- $\log Ouv$: Le logarithme du coefficient d'ouverture commerciale calculé par le rapport $(Exportation+Importation)/PIB$
- $\log Defi$: Le logarithme du déficit budgétaire par rapport au PIB
- $\log KH$: Le logarithme du stock du capital humain, mesuré par le ratio d'inscription à l'enseignement secondaire.
- $IndLF$: L'indice de développement financier. C'est une variable proxy de la libéralisation financière. Cet indice est construit suivant la méthodologie proposée par Demetriades et Luintel (1996) et Bandria et al (2000). En codifiant les différentes réformes financières (taux d'intérêts, désencadrement du crédit, concurrence bancaire...), on attribuera la valeur 1 depuis l'entrée en vigueur de la réforme, et avant la valeur 0. En suite, on construit un indice synthétique sur la base des composantes principales.
- $\log\left(\frac{M2}{PIB}\right)$: Le logarithme du rapport entre M2 et le PIB. Cet indicateur mesure le niveau de pénétration des actifs monétaires et financiers dans l'économie.

- $\log\left(\frac{M3}{PIB}\right)$: Le logarithme du rapport entre M2 et le PIB. Cet indicateur mesure le niveau de financiarisation de l'économie.
- $\log\left(\frac{M3 - M2}{PIB}\right)$: Le logarithme du rapport entre les actifs monétaires les moins liquides dans M3.
- $\log Cr\acute{e}dit$: Le logarithme des cr\u00e9dits distribu\u00e9s aux secteurs priv\u00e9s, mesur\u00e9 par le rapport Cr\u00e9dits/PIB. Cet indicateur essaye de capter le poids de l'activit\u00e9 de distribution de cr\u00e9dits par le syst\u00e8me bancaire par rapport au PIB.

Le choix de ces variables est guid\u00e9 par la tentative d'expliquer les d\u00e9terminants de la croissance \u00e0 long terme par le d\u00e9veloppement financier. La r\u00e9ponse a \u00e9t\u00e9 abord\u00e9e de fa\u00e7on empirique en utilisant des outils \u00e9conom\u00e9triques.

Tableau N\u00b04 : L'\u00e9quation de r\u00e9gression de la fonction de croissance (*PIB_{r\u00e9el}*)

	1 ^{er} Cas	2 ^{eme} Cas	3 ^{eme} Cas	4 ^{eme} Cas	5 ^{eme} Cas
c	8.83** (11.50)	11.25** (9.44)	7.93** (7.40)	12.36*** (39.35)	11.17*** (34.74)
log Inv	0.24 (0.57)	0.136 (0.36)	0.56 (1.94)	0.023 (0.29)	0.22* (2.38)
log Inf	---	---	-0.025 (-1.19)	---	-0.006 (0.47)
log Ouv	0.12 (0.67)	---	---	-0.19 (-2.40)	-0.15 (-2.29)
log Defi	-0.055 (-0.91)	---	---	---	-0.068 (-3.069)
log KH	1.12* (3.99)	---	1.23* (4.36)	0.42** (6.25)	0.48 (14.59)
IndLF	0.03 (0.79)	0.09* (2.17)	0.04 (0.93)	---	---
$\log\left(\frac{M2}{PIB}\right)$	---	0.82* (3.68)	---	0.53* (3.43)	---
$\log\left(\frac{M3}{PIB}\right)$	---	---	---	---	0.72*** (11.57)
$\log\left(\frac{M3 - M2}{PIB}\right)$	---	-0.24 (-0.90)	---	0.08 (0.74)	---
log Cr\u00e9dit	---	-0.23 (-0.50)	-0.22 (-0.94)	0.25 (0.99)	---
N	37	37	37	37	37
R²	0.92	0.91	0.93	0.98	0.97
DW	2.54	2.47	2.50	2.53	2.91

* : Significative \u00e0 90%, ** : Significative \u00e0 95%, *** :Significative \u00e0 99%, (-) : t de Student.

Les r\u00e9sultats apparaissent concluants, les R² associ\u00e9s aux diff\u00e9rentes estimations sont tr\u00e8s corrects, m\u00eame si peu de variables apparaissent significativement explicatives dans la recherche des facteurs de croissance. Les coefficients des variables r\u00e9elles (investissement, inflation, capital humain) ont chacun le signe pr\u00e9vu et sont significatifs. En effet, l'investissement est consid\u00e9r\u00e9 comme le moteur de la croissance \u00e9conomique. L'inflation exerce un effet n\u00e9gatif sur la croissance. Quant \u00e0 la variable capital humain, elle exerce un effet positif sur la croissance. A ce niveau d'analyse, les

résultats obtenus coïncident avec les analyses théoriques. Toutefois, les variables financières sont pour la majorité non significatives. Le coefficient de la variable crédits n'est pas significatif. Cette variable exerce un effet néfaste sur la croissance. Ce résultat ne corrobore pas avec les études empiriques qui postulent qu'une expansion des crédits agit favorablement sur la croissance [Levine et Zervos (1998)]. La liquidité (M2 et M3) agissent mutuellement et positivement sur la croissance laissant présager que toute augmentation de la liquidité dans l'économie agit favorablement sur la croissance. Le coefficient de la variable Indice de libéralisation financière (IndLF) est très petit et n'est pas significatif ; ce résultat empirique peut être expliqué par le fait qu'au Maroc le processus de libéralisation financière est mis de façon prudente et lente³⁶.

Pour mieux saisir la place des variables financières comme déterminants de la croissance, il importe de compléter ce travail économétrique par un test de causalité, au sens de Granger, existante entre les variables financières et les variables réelles.

V. Test de causalité de Granger : les liens entre variables de la libéralisation et variables de l'économie réelle

Dans notre cas, le test de causalité de Granger aura pour objectif de déterminer le profil de la dépendance entre les variables financières et les variables réelles. En effet, une série de tests de causalité sera menée afin de déterminer si la séquence explicative postulée par Patrick est valable pour notre pays, ou si apparaît parfois une causalité en sens inverse.

Rappelons que le développement financier est défini comme un processus qui marque l'amélioration dans la quantité, la qualité et l'efficacité des services financiers intermédiaires. Ce processus implique l'interaction de plusieurs activités et institutions. Par conséquent, il ne peut être capté par une seule mesure. Dans cette étude nous allons employer quatre indicateurs de développement financier en plus PIB réel par habitant qui est une mesure de la croissance économique.

* Le ratio $M2/PIB$: reflète le degré d'approfondissement (de liquidité) financier de l'économie.

Cependant, cette variable peut s'avérer moins indicative du développement financier du fait que dans les pays en développement une grande part du stock de monnaie au

³⁶ A l'instar des pays Sud-Est-Asiatique qui se sont précipités dans le processus de libéralisation et ont, par conséquent, enregistré des crises bancaires et des récessions économiques.

sens large est détenue hors système bancaire. Dans ce sens, une augmentation de M2/PIB peut refléter une utilisation extensive de la monnaie fiduciaire qu'au lieu d'une augmentation de dépôts bancaires.

* Le ratio $M3/PIB$: Pour essayer d'avoir plus de précision sur le stock de monnaie on utilisera le ratio M3/PIB comme seconde mesure de développement financier.

* L'encours nominal de crédits au secteur privé pour tenir compte des critiques de De Gregorio & Guidotti (1995) au précédent indicateur.

* L'indice de libéralisation du compte de capital : cette variable est utilisée comme une variable proxy de la libéralisation financière,

En parallèle à l'introduction des variables qui captent le développement financier, on a introduit la variable Investissement pour identifier les canaux à travers lesquels le développement financier cause la croissance. Si le développement financier cause la croissance, étant donnée la variable investissement, donc cette causalité va supporter les théories de croissance endogène qui stipulent que le système financier affecte la croissance principalement par l'amélioration de l'efficacité de l'investissement.

Avant de procéder au test de causalité de Granger, il est nécessaire de procéder à deux tests préliminaires. En effet, pour éviter toute régression fallacieuse, il est impératif de s'assurer de la stationnarité des variables et de l'absence de cointégration entre les variables prises deux à deux. En cas de relation de cointégration entre les variables prises deux à deux, il est nécessaire d'estimer un modèle à correction d'erreur destiné, comme son nom l'indique, à corriger le biais d'estimation induit par la cointégration.

VI. Etude de la stationnarité des séries et de la Cointégration des variables prises deux à deux

Soit les fonctions X_t et Y_t .suivantes :

$$(1) Y_t = a_0 + \sum_{j=0}^m a_j X_{t-j} + \sum_{i=0}^n b_i Y_{t-1} + \delta_1 (Y_t - \beta X_t)_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$(2) X_t = c_0 + \sum_{i=0}^n c_i X_{t-i} + \sum_{j=0}^m d_j Y_{t-j} + \delta_2 (Y_t - \beta X_t)_{t-1} + \omega_t$$

Si une relation de cointégration est repérée entre X_t et Y_t , alors on cherchera à voir si un modèle à correction d'erreur (MCE) est validé. Pour ce faire, le résidu (le terme d'erreur) de la régression de cointégration (relation de long terme) entre X_t et Y_t , décalé

d'une période, est introduit comme régresseur supplémentaire dans les équations (1) et (2). Pour conclure que le MCE est validé, il faut que le coefficient attaché au terme d'erreur soit de signe négatif et statistiquement significatif.

La première étape du travail empirique était de déterminer le degré d'intégration de chaque variable. Les résultats du test ADF pour les niveaux et les premières différences sont repris dans le tableau ci-dessous. Les résultats montrent que les variables sont non stationnaires $I(1)$ en niveau, mais stationnaires en première différence.

Tableau N° 5 : Résultats du test ADF de stationnarité³⁷

Variables	ADF avec Trend et Interprète	
	Niveaux	Différences
$\log PIB$	-2.6	-3.6
$\log Inv$	-1.6	-4.3
$\log\left(\frac{M2}{PIB}\right)$	-1.9	-4.4
$\log\left(\frac{M3}{PIB}\right)$	-1.9	-3.6
$\log\left(\frac{M3 - M2}{PIB}\right)$	-1.5	-3.4
$\log Crédit$	-0.6	-5.3
$IndLF$	-1.8	-4.17

VII. Résultats de la simulation du modèle à correction d'erreur et du test de causalité de Granger

La seconde étape est de tester les relations de cointégration entre les variables. Les résultats du test de la valeur maximale de Johansen (λ_{max}) (tableau 6) supportent l'existence d'une relation unique de long terme entre le PIB, l'investissement et le développement financier sous ses différentes mesures. Dans tous les cas on rejette l'hypothèse nulle de non cointégration.

Tableau N° 6: Résultats du test de cointegration à la Johansen.

Variables	λ_{max}			p^*	r^*
	$r=0$	$r=1$	$r=2$		
$\log PIB, \log Inv, \log\left(\frac{M2}{PIB}\right)$	30.2	12.1	1.3	1	1
$\log PIB, \log Inv, \log\left(\frac{M3}{PIB}\right)$	33.4	16.7	3.1	1	1
$\log PIB, \log Inv, \log Crédit$	33.9	17.1	5.1	1	1
$\log PIB, \log Inv, IndLF$	45.58	16.31	6.51	1	1

λ_{max} est la valeur eigenvalue maximale

p^* représente le lag maximal

r^* est le nombre de vecteurs cointegrants sur la base du test de Johansen

³⁷ Pour les détails du teste regarder l'annexe détaillée des tests de stationnarité d'ADF.

Une fois la cointégration déterminée, on applique un MCE pour détecter la direction de la causalité entre les variables. Les principaux résultats des tests de causalité sont repris dans les tableaux 7 et 8. L'hypothèse de non causalité du développement financier vers la croissance économique a été rejetée. La causalité est unidirectionnelle du moment que l'autre direction à savoir de la croissance économique vers le développement financier n'a pas été observée.

Tableau N°7 : Equations de cointégration.

Indicateurs de libéralisation du compte de capital	Equations
$\log \text{Crédit}$	$\log \text{PIB} = -0.15 \log \text{Inv} + 1.6 \log \text{Crédit}$
$\log\left(\frac{M2}{\text{PIB}}\right)$	$\log \text{PIB} = 0.7 \log \text{Inv} - 0.05 \log\left(\frac{M2}{\text{PIB}}\right)$
$\log\left(\frac{M3}{\text{PIB}}\right)$	$\log \text{PIB} = 0.36 \log \text{Inv} + 1.1 \log\left(\frac{M3}{\text{PIB}}\right)$
IndLF	$\log \text{PIB} = -5.62 \log \text{Inv} + 0.54 \text{IndLF}$

Tableau N°8(a) : Résultats de la causalité de Granger.

Indicateurs de libéralisation du compte de capital	Hypothèse nulle (H ₀) : L'ouverture du compte de capital ne cause pas la croissance	
	F statistique	Probabilité
$\log \text{Crédit}$	3.2	0.08
$\log\left(\frac{M2}{\text{PIB}}\right)$	0.003	0.9
$\log\left(\frac{M3}{\text{PIB}}\right)$	1.32	0.28
IndLF	2.25	0.12

Tableau N°8(b) : Résultats de la causalité de Granger.

Indicateurs de libéralisation du compte de capital	Hypothèse nulle (H ₀) : <i>La croissance ne cause pas l'ouverture du compte de capital</i>	
	F statistique	Probabilité
<i>log Crédit</i>	13.2	0.00
$\log\left(\frac{M2}{PIB}\right)$	0.01	0.9
$\log\left(\frac{M3}{PIB}\right)$	2.9	0.07
<i>IndLF</i>	3.85	0.03

Les résultats obtenus ne permettent pas de trancher en faveur de l'hypothèse de *demand following* ou celle de *supply leading*, en particulier si la libéralisation de compte de capital est mesuré par l'indice de libéralisation, M2 ou M3. Par ailleurs, l'utilisation du test de causalité de Granger a montré que la relation entre les variables financières et les variables réelles est vérifiée dans les deux sens et que les résultats empiriques ne permettent pas de trancher en faveur de l'une des deux hypothèses de H. Patrick. Toutefois, le test de cointégration a montré que les deux classes de variables sont liées dans le long terme. Le paradigme d'une croissance tirée par la libéralisation financier soit directement par l'amélioration de l'efficacité de l'investissement ou par la croissance des ressources d'investissement a été vérifié. Ces résultats empiriques concordent globalement avec ceux obtenus par d'autres chercheurs³⁸.

IX. Interprétation des résultats et conclusion

La revue de la littérature empirique portant sur les liens entre le secteur financier et la sphère réelle a débouché sur d'importantes conclusions. En effet, ces études montrent que les enseignements théoriques sont loin d'être valides dans toutes les conditions. Il apparaît que la finance n'affecte pas automatiquement le rythme de croissance économique. Ce n'est que sous des conditions particulières que les facteurs financiers contribuent à améliorer la performance de l'économie.

³⁸ W. Ben M'rad, (2000), "Financial development and economic growth : time series evidence from south Mediterranean countries", CREFED, Université Paris IX Dauphine.

En effet, les tests empiriques effectués montrent que la relation entre la finance et la croissance n'est pas facile à capter. De ce fait, le lien entre ces deux phénomènes est complexe et devrait être placé dans un modèle plus large qui tient compte de tous les comportements économiques pour pouvoir capter les différents canaux de transmission des effets entre les blocks réel et financier. Cette dernière situation est d'autant plus déroutante que la relation entre ces deux secteurs est fort probablement dépendante du niveau de développement du pays.

Le croisement des résultats obtenus dans le cadre de ce travail et les conclusions similaires obtenues par d'autres chercheurs laissent penser que le secteur financier marocain est loin de jouer pleinement son rôle dans la collecte, l'allocation et l'amélioration de la productivité des ressources.

Fondamentalement, l'insuffisance de la croissance économique au Maroc est due à un problème double. Premièrement, la faiblesse de l'accumulation des facteurs productifs qu'ils soient physiques ou humains. Deuxièmement, à la mauvaise allocation de ces ressources et par suite leur faible productivité.

Cependant, le secteur financier ne peut être une locomotive de la croissance que si une stratégie industrielle et de croissance est mise en place. De l'autre, l'apparition de l'impact positif d'un secteur financier large et profond dépend de la qualité de la régulation du secteur et surtout de la disponibilité des autres facteurs qui conditionnent, eux, aussi, la croissance et le développement économiques.

Malgré le fait que les explorations empiriques effectuées souffrent, comme dans tous les cas similaires, de nombre d'insuffisances et de lacunes, elles permettent de dégager un ensemble de conclusions susceptibles de clarifier plusieurs issues relatives au contenu et aux principes devant guider la conception et l'adaptation des réformes en cours de préparation pour introduire la nouvelle génération des réformes du SFM.

En effet, plusieurs conditions sont nécessaires à la réussite des politiques de libéralisation financière ; généralement, la maîtrise de l'inflation aux niveaux les plus bas ainsi que la stabilité macro-économique, mais particulièrement la solidité du système bancaire et du dispositif de réglementation prudentielle.

CONCLUSION GENERALE

Nous avons tenté dans le cadre de ce mémoire d'analyser la relation entre la libéralisation financière, les crises bancaires et la croissance économique au Maroc. Après avoir présenté une brève synthèse de la littérature théorique sur le sujet, nous avons pu conclure que la libéralisation financière exerce un effet positif sur la croissance et ceci à travers divers canaux de transmission. Toutefois, la libéralisation encourage les institutions financières et surtout les banques à adopter des nouveaux comportements compte tenu du changement de l'environnement économique dans lequel elles opèrent.

Cependant, ceci devrait être vérifié empiriquement, et c'est ce que nous nous sommes proposés de faire dans la 2^{ème} partie. En fait, nous avons essayé, tout au long de notre investigation empirique, d'apprécier les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique, tout en tenant compte de la possibilité de présence des crises bancaires. À cette fin, nous avons eu recours à une analyse approfondie du bilan des banques Marocaines pour en sortir une question : Est-ce que la dégradation de la sphère réelle peut –elle être à l'origine d'une crise bancaire à travers le mécanisme de rationnement de crédit ?

Les résultats auxquels nous avons abouti suggèrent une relation positive et significative entre la libéralisation du compte de capital et la croissance économique. Les crises bancaires exercent toujours un effet négatif et se trouvent parfois à l'origine du ralentissant de la croissance économique de presque 4%.

Les effets qu'exerce la libéralisation du compte de capital sur la croissance économique dépendent de l'ouverture commerciale, du cadre institutionnel et enfin de la situation macroéconomique. Ainsi, la stabilité de la situation macroéconomique (représentée ici par l'inflation) et l'ouverture commerciale représentent les principales conditions pour la réussite du processus de l'ouverture du compte de capital au Maroc. Toutefois, il n'y a pas une forte évidence que les effets de la libéralisation du compte de capital sur la croissance économique dépendent du niveau de la corruption dans ces pays, l'hypothèse reste à vérifier.

À la lumière de la présente étude, plusieurs recommandations d'ordre économique peuvent être présentées. En ce qui concerne l'ouverture du compte de capital, les résultats n'ont pas été jusque-là encourageants pour le Maroc. Ceci peut être le résultat d'un processus inachevé de libéralisation de compte de capital dans presque tous les pays de la région.

Donc, à nos jours, on ne peut pas espérer grande chose en termes de croissance de l'ouverture du compte de capital, puisque cette dernière n'est pas encore achevée. À ce propos, l'expérience des pays de l'Amérique Latine et ceux du sud-Est Asiatique nous enseigne tant de leçons. Ces deux groupes des pays se sont presque engagés à libéraliser leurs comptes de capital pendant presque la même période³⁹. Pourtant, ni l'approche adoptée ni les effets de cette politique n'ont été les mêmes. Totale dans des pays d'Amérique Latine comme le Chili, la libéralisation financière a été plus 'timide' dans des pays du Sud-Est asiatique comme la Corée du Sud ou Taiwan. Dans le premier cas, la libéralisation financière s'est soldée par un échec. Dans le second cas, même si elle ne s'est traduite que par une faible croissance, la libéralisation financière n'a pas provoqué la faillite de ce secteur. Il s'avère donc très dangereux d'adopter une approche du *bigbang* et de lever brusquement toutes les restrictions. De même, une politique de libéralisation de compte de capital doit impérativement être précédée par des efforts de stabilisation des prix et l'achèvement du processus de l'ouverture commerciale. En fait, l'ouverture du compte de capital figure dans la dernière position dans une série de suppression des restrictions. On exige souvent que l'ouverture externe du compte de capital ne précède pas la libéralisation du secteur financier domestique. De même, la libéralisation de ce dernier ne devrait être mise en place qu'une fois le secteur réel est totalement libéralisé.

En ce qui concerne le Maroc, il ne faut pas se soucier trop quant aux effets de la libéralisation financière sur la croissance économique. Le Maroc est appelé aujourd'hui à poursuivre graduellement son processus de libéralisation financière, mais jamais en interrompre, et veiller à mettre en place des réformes macroéconomiques et d'autres visant à libéraliser le commerce extérieur.

³⁹ Dès le milieu des années 70, l'Argentine a mis en place un processus de libéralisation financière. Elle fut bientôt suivie par le Chili. Au début des années 80, Des pays du Sud-Est Asiatique tels que la Corée du Sud et Taiwan ont commencé à libéraliser leurs systèmes financiers.

Références bibliographiques

1. Ang (2009), « *Financial Liberalization Or Repression?* », *MPRA Working Paper* N°.14497, pp 1-22, disponible sur l'adresse: (<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/14497/>).
2. Angkinand et Wihlborg (2008), « *Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-country Analysis* », pp 1-48, disponible sur l'adresse SSRN: (<http://ssrn.com/abstract=1305711>).
3. Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001), « *When does capital account liberalization help more than it hurts?* », *NBER Working Paper* N°. 8414, pp 1-39, disponible sur l'adresse: (<http://www.nber.org/papers/w8414>).
4. Bell et Pain (2000), « *Leading Indicator Models of Banking Crises: A critical Review* », *Financial Stability Review*, Issue N°. 9, Bank of England, pp 113-129, disponible sur l'adresse: (http://www.bankofengland.co.uk/fsr/fsr_09art3.pdf).
5. Ben Gamra (2004), « *Liberalisation financiere et crises bancaires : Le cas des pays émergents* », *Rapport de recherche*, CEPN, Université de Paris XIII, pp 1-25, peut être disponible sur l'adresse: (<http://www.univ-paris13.fr/CEPN/BenGamra.PDF>).
6. Ben Gamra et Clevenot (2006), « *Liberalisation financiere et crises bancaires dans les pays émergents : la prégnance du rôle des institutions* », *Document de travail du CEPN* N°. 8, pp 1-33, peut être disponible sur l'adresse: (http://www.univparis13.fr/CEPN/IMG/pdf/wp2006_08.pdf).
7. Bordo (1986), « *Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidences: 1870-1933* », dans "Financial crises and the world banking system", de Capie et Wood, (London. Macmillan Press), pp 190-248.
8. Bordo, Ducker et Wheelock (2002), « *Aggregate price shocks and financial instability: a historical analysis* », *Economic Inquiry*, Oxford University Press, Vol. 40 (4), pp 521-538.
9. Borio et Lowe (2002), « *Assessing the risk of banking crisis* », *Rapport trimestriel*, Banque des Règlements Internationaux, pp 43-54.
10. Caprio et Klingebiel (1996), « *Bank Insolvencies: Cross-Country Experience* », *World Bank, Policy Research Working Paper*, N°.1620, pp 1-52, disponible sur SSRN:(<http://ssrn.com/abstract=636119>) .
11. Caprio et Klingebiel (1996a), « *Dealing with bank insolvencies: cross country experience* », *Policy Research Working Paper* N°. 1620, The World Bank, Washington, DC.
12. Christensen (1993), « *The limits to Informal Financial Intermediation* », *World Development*, Vol. 21, N°. 5, pp 721-731.
13. Demirguc-Kunt et Detragiache (1997), « *The determinants of banking crises:evidence from developing and developed countries* », *IMF Staff Papers* 45, pp 81-109.
14. Demirguc_Kunt et Detragiache (1998), « *Financial liberalization and financial fragility* », *IMF Working Paper* N°. 83, pp 1-34.
15. Economie Mondiale, « *Financial Repression* », *World Economy*, pp 1-9,disponible sur : (web.pdx.edu/~ito/Financial_repression_RE_HI.pdf).
16. Edwards (1986), « *Are Devaluations Contractionary?* », *Review of Economics and Statistics* 68, pp 501-508.
17. Eichengreen et Arteta (2000), « *Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence* », *Centre for International Development Economics Research Working Paper*, C00-115, pp 1-60.
18. Emran et Stiglitz (2009), « *Financial Liberalization, Financial Restraint, and Entrepreneurial Development* », pp 1-35, disponible sur l'adresse SSRN: (<http://ssrn.com/abstract=1332399>).
19. Ergungor et Thomson (2005), « *Systemic banking crises* », *Policy Discussion Papers*, Federal Reserve Bank of Cleveland, N°.9, pp 1-10, disponible sur SSRN: (<http://ssrn.com/abstract=675121>).
20. Fond Monétaire International (1997a), « *International Capital Markets* », Washington: International Monetary Fund.
21. Goldstein et Turner (1996), « *Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options* », *Banque des Règlements Internationaux, Economic Paper* N°.46, pp 1-67.

22. Gonzalez-Hermosillo (1999), « *Crises bancaires: se doter d'indicateurs d'alerte avancee* », *Finance et Développement*, pp 36-39.
23. Grondin et Bernou (2001), « *Reconciliation entre liberalisation financiere et croissance economique dans un systeme fonde sur la banque* », *Groupe d'Analyse et de Théorie Economique*, document de travail N°.12, pp 1-24.
24. Gruben, Koo et Moore (2003), « *Financial liberalization, Market Discipline and Bank Risk* », *CLAE Working Paper*, Vol. 0303, pp 1-32.
25. Gupta (2005), « *Aftermath of banking crises: Effects on real and monetary variables* », *Journal of International Money and Finance*, Vol. 24, pp 675-691.
26. Hausmann et Gavin (1995), « *Macroeconomic volatility in Latin America: causes, consequences, and policies to assure stability* », Washington: *Inter-American Development Bank*.
27. Hausmann et Gavin (1996), « *The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context* », *Inter-American Development Bank Working Paper* N°. 318, pp 1-20.
28. Hellmann, Murdock et Stiglitz (1996), « *Deposit Mobilization Through Financial Restraint* », pp 1-31, Stanford University, disponible sur l'adresse: <http://strategy.sauder.ubc.ca/hellmann/pdfs/DepMob.pdf>.
29. Hellmann, Murdock et Stiglitz (2000), « *Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?* », *American Economic Review* 90 (1), pp 147-165.
30. Honig (2008), « *Addressing causality in the effect of capital account liberalization on growth* », *Journal of Macroeconomics* 30, N°. 4, pp 1602-1616, disponible sur SSRN: (<http://ssrn.com/abstract=1134303>).
31. Honohan et Klingebiel (2000), « *Controlling the Fiscal Cost of Banking Crises* », *Policy Research Working Paper* 2441, pp 1-35, Washington DC, The World Bank.
32. Icard (2002), « *Stabilité financiere et controle prudentiel* », prepare au colloque du BRI sur "Role et fonction d'une banque centrale a l'ere de la globalisation", pp 1- 11, Libreville.
33. Kaldor (1939), « *Speculation and Economic Stability* », *Review of Economic Studies*, N°. 1.
34. Kaminsky et Reinhart (1996), « *The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems* », *International Finance Discussion Papers*, N°. 544, Board of Governors of the Federal Reserve System.
35. Kaminsky et Reinhart (1999), « *The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems.* », *American Economic Review*, 89, N°. 3, pp 473-500.
36. Kapur (1976), « *Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies* », *Journal of Political Economy*, Vol. 84, N°. 4, pp 777-795.
37. Kapur (1992), « *Formal and Informal Financial Markets, and the Neo-Structuralist Critique of the Financial Liberalization Strategy in Less-Developed Countries* », *Journal of Development Economics*, Vol. 38, pp 63-77.
38. Keeley (1990), « *Deposit insurance, risk and market power in banking* », *American Economic Review* 80, pp 1183-1200.
38. Kibritcioglu (2002), « *Excessive Risk-Taking, Banking Sector Fragility, and Banking Crises* », University of Illinois at Urbana-Champaign, pp 1-48, disponible sur l'adresse: http://www.business.uiuc.edu/Working_Papers/paper/02-0114.pdf.
39. Kim et Kenny (2007), « *Explaining when developing countries liberalize their financial equity markets* », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 17, pp 387-402.
40. Lindgren, Garcia et Saal (1996), « *Bank Soundness and Macroeconomic Policy* », Washington, DC: *Fond Monétaire International*.
41. Marzouki (2003), « *Contagion: Definitions et methodes de detection* », Université Paris 13, *Centre d'économie de Paris Nord*, pp 1-39, disponible sur: (<http://www.univ-paris13.fr/CEPN/contagion.pdf>)
42. Mc-Kinnon (1973), « *Money and Capital in Economic Development* », Brookings Institution, Washington DC.
43. Mc-Kinnon (1991), « *The Order of Economic Liberalization: Financial control in the Transition to a Market Economy* », the Johns Hopkins University Press, Baltimore.

44. Mehrez et Kaufmann (2000), « *Transparency, Liberalization, and Banking Crisis* », mimeo, *World Bank, Policy Research Working Paper* N° 2286, pp 1-31. Disponible sur SSRN: (<http://ssrn.com/abstract=258976>).
45. Mishkin (1999), « *Financial Consolidation: Dangers and Opportunities* », *Journal of Banking and Finance* 23, pp 675-691.
46. Naamane (2003), « *Les indicateurs d'alerte des crises financières* », *Centre d'analyse théorique et de traitement des données économiques*, pp 1-19. Disponible sur l'adresse: (http://www.univ-pau.fr/RECHERCHE/CATT/PDF/ANaamane_250106.pdf)
47. Niimi (2000), « *Financial Liberalization and Banking Crises: An Economic Analysis* », *Japan Research Quarterly, Spring*.
48. Noy (2004), « *Financial liberalization, prudential supervision, and the onset of banking crises* », *Journal of Emerging Markets Review* 5, pp 341-359.
49. Pill Huw et Pradhan Mahmood (1997), « *La libéralisation financière en Afrique et en Asie* », *Finances et Développement*, pp 7-10.
50. Plihon et Miotti (2001), « *Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires* », *Revue Economie Internationale*, N° 85, pp 3-36.
51. Ranciere, Tornell et Westermann (2006), « *Decomposing the effects of financial liberalization: crises vs. growth* », *Journal of Banking and Finance* 30, pp 3331-3348.
52. Roubini et Sala-i-Martin (1992), « *Financial Repression and Economic Growth* », *Journal of Development Economics*, Vol. 39, pp 5-30.
53. Sandretto (2002), « *Les risques de la libéralisation financière vus à travers le prisme des crises financières récentes des pays émergents* », GATE, UMR 5824 du CNRS Université Lumière Lyon 2.
54. Shaw (1973), « *Financial Deepening in Economic Development* », Oxford University Press, New-York.
55. Shehzad et De Haan (2009), « *Financial Liberalization and Banking Crises* », pp 1-31, disponible sur SSRN: (<http://ssrn.com/abstract=1354308>).
56. Taylor (1983), « *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World* », Basic Books, New-York, pp ix+227.
57. Tobin et Sun (2008), « *International Listing as a Means to Mobilize the Benefits of Financial Globalization: Micro-level Evidence from China* », *World Development*, Vol. 37, N° 4, pp 825-838.
58. Van Wijnbergen (1983), « *Interest Rate Management in LDC's* », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, N° 3, pp 433-452.
59. Venet (1994), « *Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature* », Université Paris IX Dauphine, *Revue d'Economie Financière*. Disponible sur l'adresse: (www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/Nice2.pdf)
60. Villanueva et Mirakhor (1990), « *Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization and Bank Supervision in Developing Countries* », *IMF Staff Papers*, Vol. 37, N° 3, pp 509-536.
70. Rapports BAM 2009: rapport annuel 2009, revues mensuelles de la conjoncture économique, monétaire et financière.
71. Bank Al Maghrib. Février 2009. *Statistiques monétaires*
72. Bank Al Maghrib. Mars 2009. *Enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie*
73. Bank Al Maghrib. 24 mars 2009. *Rapport sur la politique monétaire, n° 10/2009*
74. Bank Al Maghrib. 1er trimestre 2009. *Résultats trimestriels de l'enquête mensuelle de conjoncture*
75. Bank Al Maghrib. Avril 2009. *Revue mensuelle de la conjoncture économique, monétaire et financière*
76. Banque de France. Février 2009. *La crise financière. Documents et débats n° 2*
77. Banque Mondiale. Mars 2009. Perspectives économiques mondiales Bessis. J., *Risque de crédit et gestion de portefeuille de prêts bancaires, l'art de la finance*, Financial Times Limited et Ed. Village Mondial, Paris, 1998.
78. Crédit Agricole. 8 décembre 2008. France: *Quels effets attendre du plan de relance ?*, Eco News, publication, n° 120

79. Crédit Agricole. Février 2009. *Nouveau Plan de Stabilité Financière*. Perspectives n° 06/0980• 80. Crédit Agricole. Mars 2009. *La crise accélérateur de changement*, Direction des Etudes Economiques, Revue mensuelle Eclairages n° 131
81. Fonds Monétaire International. Septembre 2008. Maroc Rapport des services du FMI pour les consultations de 2008 au titre de l'article IV, Rapport du FMI n° 08/304.
82. Haut-Commissariat au Plan. Janvier 2009, *Note de Conjoncture n°13*, Institut National d'Analyse de la Conjoncture
83. Ministère de l'Economie et des Finances. Février 2009. *Point Mensuel de Conjoncture*, Direction du Trésor et des Finances Extérieures
84. Ministère de l'Economie et des Finances. Mars 2009. *Point Mensuel de Conjoncture*, Direction du Trésor et des Finances Extérieures
85. Ministère de l'Economie et des Finances. Mars 2009. *Note de conjoncture*, Direction des Etudes et des Prévisions Financières, Bulletin mensuel n°149
86. Ministère de l'Economie et des Finances. Mars 2009. *Production et performance du secteur bancaire*.
87. *Rapport annuel de la bourse de Casablanca 2009*.
88. "Who needs capital-account convertibility?" Dani Rodrik, Harvard University, February 1998.
89. W. Ben M'rad, (2000), "Financial development and economic growth: time series evidence from south Mediterranean countries", CREFED, Université Paris IX Dauphine.

Liste des abréviations

AEN : Avoirs Extérieurs Nets
AV 7 j : Avances à 7 jours
AV 24 H : Avances à 24 heures
BAM : Bank Al-Maghrib
BCE : Banque Centrale Européenne
CSF : Créances en souffrance
DH : Dirham
FBCF : Formation Brute de Capital Fixe
FD : Facilité de dépôt
FMI : Fonds Monétaire International
HCP : Haut Commissariat au Plan
IDE : Investissements directs étrangers
INAC : Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IFS : International Financial Statistics
IPCX : Indice de l'Inflation sous-jacente
IPM : Indice des Prix à l'importation
IPPI : Indice des prix à la production industrielle
ISM : Indice des Salaires Moyens
ISMP : Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
MASI : Morocco All Shares Index
MRE : Marocains résidents à l'étranger
OC : Office des changes
OFS : Organisme Financiers Spécialisé
OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economique
OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PER : Price Earnings Ratio
PIB : Produit Intérieur Brut
PL : Placements liquides
PME : Petites et Moyennes Entreprises
RL : Reprise de liquidités
TIC : Taxe Intérieure de Consommation
TMP : Taux Moyen Pondéré
TUC : Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA : Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA : Valeur Ajoutée
CT : Coupe transversale
PM : Panel moyenne
CTP : Coupe transversale-Panel
TB : Total Bilan
FP : Fonds propres
RD : Rendement du crédit
PNB : Produit net bancaire
RN : Résultat net
RBE : Résultats brut d'exploitation
ROE : Return on equity
ROA : Return on asset
SIG : Solde intermédiaire de gestion
BSF : Bon de Société de Financement
SF : Société de financement
CPTR : Crédit à Long Terme Réescomptable

Liste des tableaux

- Tableau N°1 : Evolution du nombre des banques respectant les normes MacDonough.
Tableau N°2 : Structure et évolution des crédits octroyés par les sociétés de financement.
Tableau N°3 : Evolution de l'épargne liquide et l'épargne financière, rapportées à la F.B.C.F et au P.I.B sur la période 1970-2009 (en million de Dhs et en%).
Tableau N°4 : L'équation de régression de la fonction de croissance (PIBréel).
Tableau N°5 : Résultats du test ADF de stationnarité.
Tableau N°6 : Résultats du test de cointégration à la Johansen.

Liste des graphiques

- Graphique 1 - Libéralisation financière et épisodes de crises en Afrique et Moyen-Orient.
Graphique2 - Ratio capital/actif des banques (%): Maroc.
Graphique3 - Evolution de la part des CSF/Total du bilan et des crédits distribués.
Graphique4 - Evolution des principaux indicateurs du bilan du secteur bancaire marocain (en milliards de DHs).
Graphique5 - Evolution du Ratio de liquidité du secteur bancaire marocain (Dépôts/Crédits).
Graphique6 - Evolution de la marge d'intermédiation des banques Marocaines (en %).
Graphique7 - Transfert des MRE Total en MDHs.
Graphique8 - Ventilation du PNB du secteur bancaire Marocain entre 2000 – 2008.
Graphique9 - Evolution des soldes intermédiaires de gestion du secteur bancaire Marocain (En milliards de Dhs).
Graphique10 - Evolution de la marge nette 2000 – 2008.
Graphique11 - Evolution de la marge nette 2000 – 2008.
Graphique12 - Evolution mensuelle du volume des transactions en 2008 (en millions de DHs).
Graphique13 - Evolution mensuelle capitalisation boursière en 2008 (en milliards de dirhams).
Graphique14 - Evolution mensuelle capitalisation boursière en 2008 (en milliards de dirhams).
Graphique15 - L'évolution du taux d'épargne marocain corrélativement avec l'évolution du taux d'investissement entre 1970 et 2005 (en%).
Graphique16 - L'évolution des taux d'intérêt réels entre 1974 et 1989.
Graphique17 - L'évolution des dépôts/PIB (en %).
Graphique18 - Comportement de l'Epargne et de l'Investissement au Maroc.
Graphique19 - Taux de croissance du PIB réel au Maroc 1971-2006.

ANNEXES

ANNEXE 1 : SYNTHÈSE DES TRAVAUX EMPIRIQUES PORTANT SUR L'EFFET DE LA LIBÉRALISATION DU COMPTE CAPITAL SUR LA CROISSANCE

Travaux	Périodes d'étude	Nombre de pays	Type de libéralisation	Indicateurs de libéralisation	Tests effectués	Canaux de transmission de l'effet	Conditions d'un effet positif ou d'un effet positif plus significatif sur la croissance
Effet positif et significatif sur la croissance							
Quinn (1997)	(1960-89)	64 ou 58	Compte de capital	Δquinn entre 1988 -1958	MCO (CT ¹)	Réduction de la taxation du capital.	***/**
Fuchs-Schundeln et Funke (2001)	(1975-00)	27 pays émergents	Marchés de titres	Dates officielles	MCO (CT)	Accroissement de l'investissement privé.	Mettre en place des réformes institutionnelles avant de libéraliser.
Bekaert, Harvey et Lundblad (2001a)	(1980-97)	95, 75, 50 ou 28 pays émergents	Marchés de titres	Dates officielles	GMM (PM ²) de 3, 5, 7 et 10 ans	Baisse du coût de capital.	- Taux élevé de scolarisation - Taille faible du gouvernement - Système légal anglo-saxon
Bekaert, Harvey et Lundblad (2001b)	(1980-97)	- Taux élevé de scolarisation					
Bekaert, Harvey et Lundblad (2004)	(1980-97)	- Le développement financier - Système légal efficace					
Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001)	(1973-81) (1982-87) (1988-92)	51 à 59	Compte de capital	- Quinn pour la 1 ^{ère} année - Δquinn pour les périodes.	MCO (CT-P ³)	Amélioration de l'efficacité.	-De bonnes institution en plus du respect de la séquence de la libéralisation financière et commerciale : éliminer les déséquilibres macroéconomiques et les distorsions commerciales
Edison, Klein, Ricci et Slok (2002b)	(1976-95)	89	Compte de capital Marchés financiers	- FMI - Share - Quinn - OCDE - Montiel-Reinhart - Volume Dates officielles	- MCO (panel) - DMCO (panel)	Diversification des risques, efficacité de l'allocation des ressources.	Les pays en développement et en particulier les pays d'Asie du sud-est
McLean et Shrestha (2002)	(1976-95)	40	Compte de capital	Volume	DMCO (PM de 5 ans)	Développement des marchés financiers. Investissements productifs. Transfert technologique.	Favoriser la libéralisation des IDE et des flux de portefeuille plutôt que les flux de crédits bancaires.
Tornell, Westermann et Martinez (2003)	(1980-99)	105	Compte de capital	Les afflux de capitaux dépassent 10% du PIB.	MCO, MCG (Panel et Coupe transversale)	Accroissement du volume et du risque de crédit.	***/**
Effet mitigé non robuste sur la croissance							
Kraay (1998)	(1985-97)	64, 94 ou 117	Compte de capital	- FMI - Quinn - Volume	- MCO (CT) - DMCO (CT)	***/**	Le développement institutionnel et politique.
Klein et Olivei (2000)	(1986-95) (1976-95)	Plus de 92 67	Compte de capital	Share	MCO, DMCO	Développement financier.	Développement économique.
Klein (2003)	(1976-95)	85	Compte de capital	Share	(Panel, CT)	Amélioration de l'efficacité de l'allocation du capital.	Seulement sur les pays à revenu intermédiaire.
Klein (2005)		71		Quinn		***/**	Développement institutionnel.

¹ Coupe transversale.

² Panel moyenne.

³ Coupe transversale-Panel.

Edwards (2001)	(1980-89)	55 à 62	Compte de capital	- Quinn en 1988 - ΔQuinn entre 1988- 1973.	MCOP, DMCOP, SURE (CT)	- Diversification des risques - Spécialisation. - Amélioration de la rentabilité des projets.	Le développement économique.
Chanda (2001)	(1975-95)	57 non OCDE	Compte de capital	Share	MCO (CT)	Accumulation du capital	Une faible hétérogénéité ethnique
Edison, Klein, Ricci et Slok (2002a)	(1980-00)	57	Compte de capital	- FMI - Quinn - Volume	MCO(panel) DMCO (panel) GMM(panel)	- Diversification des risques - Spécialisation. - Amélioration de l'allocation du capital.	La stabilité macroéconomique.
Loayza et Rancièrè (2002)	(1960-95)	74	Système financier interne	- DEPTH - PRIVY	GMM Modèle autorégressif avec retard	Développement financier.	Positif en période de non crises et négatif en périodes de crises.
	(1960-97)	49					Négatif à court termes et positif à long termes.
Eichengreen et Leblang (2003)	(1880-97) Post-1971	21	Compte de capital	FMI	GMM (panel)	Amélioration de l'efficacité de l'allocation des ressources.	Contrôler les crises et neutraliser leurs effets adverses sur la croissance.
Fratzscher et Bussièrè (2004)	(1980-02)	45	Compte de capital	Volume	GMM (PM de 5ans)	Boom de crédit et d'investissement.	Positif à court termes et négatif à moyen et long termes.
Calderon, Loayza et Schmidt-Hebbel (2004)	(1970-00)	76	Compte de capital	- FMI - Volume	GMM moyennes de 5 ans	***/**	Seulement sur les pays à revenu intermédiaire.
Bonfigoli et Mendicino (2004)	(1975-99)	90	Compte de capital Marchés financiers	FMI Dates officielles	GMM (CT)	Développement financier.	Développement institutionnel (permettant de réduire les crises bancaires).
<u>Pas d'effet sur la croissance</u>							
Grilli et Milesi-Ferretti (1995)	(1971-94)	61 PED	Compte de capital	Share	MCO (Moyennes de 5 ans)	***/**	***/**
Rodrik (1998)	(1975-89)	100	Compte de capital	Share	MCO (CT)	***/**	***/**

Légende:

FMI : l'indicateur du FMI mesure les restrictions sur les transactions en capital selon le rapport annuel d'arrangements de l'échange et de restrictions sur l'échange.

Quinn : indicateur de Quinn (1997), il est compris entre 0 et 4 et mesure l'intensité de la libéralisation du compte de capital.

ΔQuinn : mesure la variation de l'indicateur de Quinn.

Volume : mesure le volume des flux de capitaux.

Share : mesure la proportion d'années de libéralisation du compte de capital par rapport au total d'années d'étude selon le rapport du FMI.

Montiel-Reinhart (1999) : mesure l'intensité du contrôle des transactions internationales, compris entre 0 et 2.

OCDE : indicateur de libéralisation de capital selon le code de libéralisation des mouvements de capitaux publié par l'OCDE.

Kaminsky-Schmukler (2001) : fournit une revue complète des expériences de libéralisation du système financier interne, des marchés financiers et du compte de capital pour 28 pays développés et en développement sur la période (1972-99).

Depth : ratio des engagements liquides/PIB.

Bank : crédits alloués par les banques commerciales/Total crédits.

Private : crédits alloués au secteur privé/Total crédit.

Privy : crédits alloués au secteur privé/PIB.

ANNEXE 2 : LES INDICATEURS DE CRISES BANCAIRES DANS LES PAYS ÉMERGENTS : SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DE LA LITTÉRATURE EMPIRIQUE

Variables	Travaux émeriques	significativité
Indicateurs régionaux		
Dummy Asie et Afrique	Hardy et Pazarbasioglu (1998).	++
Indicateurs macroéconomiques		
Croissance PIB réel	Demirguç-Kunt et Detragiache (1998, 2000)/Hagen et Ho (2003)/Rossi (1999)/Hardy et Pazarbasioglu (1998)	---
Termes de l'échange	Demirguç-Kunt et Detragiache (2000)/Goldstein <i>et al.</i> (2000).	NS
Réserves/Importations	Eichengreen <i>et al.</i> (1998, 2000).	+ / NS
Dépréciation de change	Kaminsky et Reinhart (1999)/Fontenla (2003).	+ / NS
Inflation	Hutchison et McDill (1999)/Hagen et Ho (2003).	NS
Déficit budgétaire	Kaminsky et Reinhart (1999)/Eichengreen <i>et al.</i> (1998,2000).	+++
Compte courant/PIB	Eichengreen et Rose (1998)/Goldstein <i>et al.</i> (2000).	-
Dette externe sur PIB	Eichengreen <i>et al.</i> (1998, 2000).	+ / -
Dette publique	Goldstein <i>et al.</i> (2000)/Eichengreen et Rose (1998).	+ / - / NS
Indicateurs financiers		
M2/Réserves de change	Komulainen et Lukkarila (2003)/Eichengreen et Arteta (2000)	+++
Taux d'intérêt	Hagen et Ho (2003)/Hutchison et McDill (1999).	NS
Réserves/Actifs	Demirguç-Kunt et Detragiache (1998, 2000)/Rossi (1999).	- / + / NS
Crédit bancaire/PIB	Komulainen et Lukkarila (2003)/Rossi (1999).	+++
Croissance dépôts banc.	Kaminsky (1999).	NS
Excès M1	Goldstein <i>et al.</i> (2000).	NS
Indicateurs externes		
Régimes de change - Fixe - Flottant - Intermédiaire	Eichengreen <i>et al.</i> (1998, 2000)/Komulainen et Lukkarila (2003)/Fontenla (2003).	- / NS
Intérêt de l'OCDE		NS
Croissance de l'OCDE	Eichengreen <i>et al.</i> (1998, 2000)/Fontenla (2003).	+ / NS
Indicateurs institutionnels		
Assurance dépôts	Hagen et Ho (2003).	- / NS
Indice des lois	Eichengreen et Arteta (2000)/Rossi (1999).	NS
Transparence,	Rossi (1999).	NS
PIB par tête	Fontenla (2003)/Eichengreen et Arteta (2000).	NS

Légende :

NS : non significatif ;

+++ (- - -) : fortement significatif positivement (négativement) ;

+ (-) : faiblement significatif positivement (négativement).

ANNEXE 3 : ÉPISODES DE CRISES SELON LEUR NIVEAU DE SÉVÉRITÉ

Pays	Episodes de crises	Sévérité de crises	Date de début de la libéralisation
Argentine	1980-1982	Systemique	1976
	1989-1990	Systemique	
	1995	Systemique	
	2001-2002	Systemique	
Bangladesh		Systemique	1980
Bésil	1990	Systemique	1973
Chili	1976	Systemique	1974
	1981-1986	Systemique	1974
Colombie	1982-1987	Systemique	1974
Egypte	1980-1982	Systemique	1990
	1991-1995	Non-systemique	1978
Inde	1993-2002	Non-systemique	
Indonésie	1994	Non-systemique	
	1997-2002	Systemique	
Israël	1977-1983	Systemique	
Corée	1997-2002	Systemique	1977
Malaisie	1985-1988	Non-systemique	1973
	1997-2002	Systemique	
Mexique	1981-1991	Systemique	1973
	1994-1997	Systemique	1973
Maroc	1981-1983	Systemique	1980
Philippines	1981-1987	Systemique	1976
	1998-2002	Systemique	
Singapour	1982	Non-systemique	1972
Afrique du Sud	1977	Non-systemique	1980
	1989	Non-systemique	
Sri Lanka	1989-1993	Systemique	1978
Thaïlande	1983-1987	Systemique	1980
	1997-2002	Systemique	
Tunisie	1991-1995	Non-systemique	1986
Turquie	1982-1985	Systemique	1980
	2000-2001	Systemique	
Venezuela	1978-1986	Non-systemique	1973
	1994-1995	Systemique	
Zimbabwe	1995-2002	Systemique	1991

*SOURCE : WORLD_BANK_DATABASE_OF_BANKING_CRISSES_OCTOBER_6_2003

ANNEXE 4 : LA CORRÉLATION ENTRE LES VARIABLES DU BILAN ET LES INDICATEURS DE RENTABILITÉ, STABILITÉ ET SOLIDITÉ BANCAIRE

Statistiques simples :

Variable	Observations	Obs. avec données manquantes	Données manquantes	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
PNB	9	0	9	14,200	28,180	19,591	5,106
Dépôts	9	0	9	223,000	572,000	359,556	124,106
Créances en Souffrances	9	0	9	35,700	55,000	41,978	6,687
Créance en souffrance/total des crédits (%)	9	0	9	0,040	0,200	0,130	0,064
Fonds propres	9	0	9	16,000	32,000	22,578	5,106
Total Bilan	9	0	9	272,000	722,000	450,856	158,194
ROA(%)	9	0	9	0,005	0,015	0,009	0,004
ROE(%)	9	0	9	0,060	0,206	0,128	0,044

Matrice de corrélation (Pearson) :

Variables	PNB	Dépôts	Créances en Souffrances	Créance en souffrance/total des crédits (%)	Fonds propres	Total Bilan	ROA(%)	ROE(%)
PNB	1	0,996	0,738	-0,904	-0,179	0,993	0,712	0,644
Dépôts	0,996	1	0,726	-0,916	-0,186	0,998	0,735	0,635
Créances en Souffrances	0,738	0,726	1	-0,410	0,157	0,747	0,569	0,501
Créance en souffrance/total des crédits (%)	-0,904	-0,916	-0,410	1	0,451	-0,900	-0,643	-0,577
Fonds propres	-0,179	-0,186	0,157	0,451	1	-0,161	-0,158	-0,340
Total Bilan	0,993	0,998	0,747	-0,900	-0,161	1	0,755	0,634
ROA(%)	0,712	0,735	0,569	-0,643	-0,158	0,755	1	0,864
ROE(%)	0,644	0,635	0,501	-0,577	-0,340	0,634	0,864	1

Les valeurs en gras sont significativement différentes de 0 à un niveau de signification $\alpha=0,05$

p-values :

Variables	PNB	Dépôts	Créances en Souffrances	Créance en souffrance/total des crédits (%)	Fonds propres	Total Bilan	ROA(%)	ROE(%)
PNB	0	< 0,0001	0,023	0,001	0,644	< 0,0001	0,031	0,061
Dépôts	< 0,0001	0	0,027	0,001	0,633	< 0,0001	0,024	0,066
Créances en Souffrances	0,023	0,027	0	0,273	0,687	0,021	0,110	0,170
Créance en souffrance/total des crédits (%)	0,001	0,001	0,273	0	0,223	0,001	0,062	0,104
Fonds propres	0,644	0,633	0,687	0,223	0	0,679	0,685	0,370
Total Bilan	< 0,0001	< 0,0001	0,021	0,001	0,679	0	0,019	0,067
ROA(%)	0,031	0,024	0,110	0,062	0,685	0,019	0	0,003
ROE(%)	0,061	0,066	0,170	0,104	0,370	0,067	0,003	0

Les valeurs en gras sont significativement différentes de 0 à un niveau de signification $\alpha=0,05$

Coefficients de détermination (R²) :

Variables	PNB	Dépôts	Créances en Souffrances	Créance en souffrance/total des crédits (%)	Fonds propres	Total Bilan	ROA(%)	ROE(%)
PNB	1	0,993	0,545	0,817	0,032	0,986	0,507	0,415
Dépôts	0,993	1	0,527	0,839	0,034	0,996	0,540	0,404
Créances en Souffrances	0,545	0,527	1	0,168	0,025	0,558	0,324	0,251
Créance en souffrance/total des crédits (%)	0,817	0,839	0,168	1	0,203	0,810	0,414	0,333
Fonds propres	0,032	0,034	0,025	0,203	1	0,026	0,025	0,116
Total Bilan	0,986	0,996	0,558	0,810	0,026	1	0,570	0,402
ROA(%)	0,507	0,540	0,324	0,414	0,025	0,570	1	0,746
ROE(%)	0,415	0,404	0,251	0,333	0,116	0,402	0,746	1

ANNEXE 5 : DÉTAILS DU MODÈLE DE LA RÉGRESSION LINÉAIRE.

Statistiques simples :

Variable	Observations	Obs. sans données manquantes	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
LOGPIBREEL/HAB	37	37	0,213	0,543	0,372	0,084
LogDEFBUD	37	37	0,000	1,245	0,480	0,433
LogOUVCOM	37	37	1,564	1,914	1,744	0,083
LogKH	37	37	0,616	1,934	1,458	0,359
Ouver Compt	37	37	-1,798	-0,089	-1,280	0,478
LOGCRED	37	37	1,536	1,955	1,795	0,122
LogM2/PIB	37	37	1,455	1,884	1,691	0,136
LogM3/PIB	37	37	1,499	1,916	1,733	0,131
LogM3-M2/PIB	37	37	0,176	0,282	0,237	0,033

Matrice de corrélation :

Variables	LogDEFBUD	LogOUVCOM	LogKH	Ouver Compt	LOGCRED	LogM2/PIB	LogM3/PIB	LogM3-M2/PIB	LOGPIBREEL/HAB
LogDEFBUD	1,000	-0,408	0,065	-0,502	-0,423	-0,606	-0,606	-0,589	-0,511
LogOUVCOM	-0,408	1,000	-0,058	0,246	0,837	0,857	0,844	0,841	0,872
LogKH	0,065	-0,058	1,000	-0,178	-0,193	-0,192	-0,174	-0,176	0,035
Ouver Compt	-0,502	0,246	-0,178	1,000	0,415	0,534	0,566	0,561	0,410
LOGCRED	-0,423	0,837	-0,193	0,415	1,000	0,947	0,952	0,957	0,924
LogM2/PIB	-0,606	0,857	-0,192	0,534	0,947	1,000	0,995	0,994	0,926
LogM3/PIB	-0,606	0,844	-0,174	0,566	0,952	0,995	1,000	1,000	0,935
LogM3-M2/PIB	-0,589	0,841	-0,176	0,561	0,957	0,994	1,000	1,000	0,936
LOGPIBREEL/HAB	-0,511	0,872	0,035	0,410	0,924	0,926	0,935	0,936	1,000

Régression de la variable
LOGPIBREEL/HAB :

Coefficients d'ajustement :

Observations	37,000
Somme des poids	37,000
DDL	28,000
R ²	0,944
R ² ajusté	0,928
MCE	0,001
RMCE	0,022
MAPE	4,600
DW	1,348
Cp	9,000
AIC	-273,131
SBC	-258,633
PC	0,092

Analyse de la variance :

Source	DDL	Somme des carrés	Moyenne des carrés	F	Pr > F
Modèle	8	0,238	0,030	58,823	< 0,0001
Erreur	28	0,014	0,001		
Total corrigé	36	0,252			

Calculé contre le modèle $Y = \text{Moyenne}(Y)$

Paramètres du modèle :

Source	Valeur	Ecart-type	t	Pr > t	Borne inférieure (95%)	Borne supérieure (95%)
Constante	-1,093	1,563	-0,699	0,490	-4,294	2,108
LogDEFBUD	-0,004	0,019	-0,209	0,836	-0,043	0,035
LogOUVCOM	0,184	0,119	1,551	0,132	-0,059	0,427
LogKH	0,041	0,012	3,552	0,001	0,017	0,065
Ouver Compt	-0,013	0,014	-0,866	0,394	-0,042	0,017
LOGCRED	0,202	0,158	1,282	0,210	-0,121	0,525
LogM2/PIB	-0,374	0,392	-0,954	0,348	-1,176	0,429
LogM3/PIB	0,805	2,177	0,370	0,714	-3,655	5,266
LogM3-M2/PIB	-0,238	7,557	-0,032	0,975	-15,718	15,242

Equation du modèle :

$$\text{LOGPIBREEL/HAB} = -1,09279041200536-3,96736573941909\text{E-}03*\text{LogDEFBUD}+0,18398335251558*\text{LogOUVCOM}+4,11713663891002\text{E-}02*\text{LogKH}-1,25240210648506\text{E-}02*\text{Ouver Compt}+0,202069026751209*\text{LOGCRED}-0,373575994251223*\text{LogM2/PIB}+0,80540104717862*\text{LogM3/PIB}-0,238101801170561*\text{LogM3-M2/PIB}$$

Coefficients normalisés :

Source	Valeur	Ecart-type	t	Pr > t	Borne inférieure (95%)	Borne supérieure (95%)
LogDEFBUD	-0,021	0,098	-0,209	0,836	-0,222	0,180
LogOUVCOM	0,182	0,117	1,551	0,132	-0,058	0,422
LogKH	0,177	0,050	3,552	0,001	0,075	0,279
Ouver Compt	-0,071	0,083	-0,866	0,394	-0,241	0,098
LOGCRED	0,294	0,229	1,282	0,210	-0,176	0,764
LogM2/PIB	-0,606	0,635	-0,954	0,348	-1,907	0,696
LogM3/PIB	1,257	3,398	0,370	0,714	-5,704	8,218
LogM3-M2/PIB	-0,094	2,972	-0,032	0,975	-6,182	5,995

