Nicolas Moumni

Le financement du développement industriel au Maroc

Economie Critique

Le financement du développement industriel au Maroc

Avertissement

La rédaction de ce livre a été achevée en 2016, et les données s'arrêtent en 2015. L'analyse porte sur la période couverte par le programme de recherche « Made in Morocco : industrialisation et développement » (2014-2018).

Ce livre est un prolongement du chapitre 11 « Financement du développement industriel », *in* Noureddine El Aoufi et Bernard Billaudot éd., *Made in Maroc, Made in Monde*, volume 1 : *Industrialisation et développement*, coll. « Économie critique », Rabat, 2019, p. 415-469.

J'adresse mes chaleureux remerciements à Noureddine El Aoufi, Abdellatif El M'Kaddem, Esther Jeffers, Florence Fouquer, Hamid Slimani, Redouane Taouil et Lorédana Ureche qui ont relu cet ouvrage et émis des observations pertinentes.

Recherches menées avec le concours de
l'Académie Hassan II des Sciences et Techniques

Nicolas Moumni

Le financement du développement industriel au Maroc

Economie Critique

Économie critique

dirigée par Noureddine El Aoufi

« Economie critique » est une collection de la revue *Critique économique*. Sa vocation est de produire des analyses approfondies et originales sur les problématiques théoriques et empiriques de l'économie d'aujourd'hui. Privilégiant le champ de l'économie nationale, la collection propose un décryptage des fonctionnements macro-économiques institutionnels et réels, des comportements des acteurs, des configurations des entreprises, des grands enjeux nationaux et internationaux. Au-delà des éclairages pertinents qu'elle apporte, « Economie critique » vise également à susciter le débat et à animer la vie intellectuelle nationale.

Dans la même collection

Noureddine El Aoufi et Bernard Billaudot (dir.), *Made in Maroc, Made in Monde,* 3 volumes, 2019.

Mohammed Naciri, *Désirs de ville*, 2017.

Noureddine El Aoufi et Saïd Hanchane, *les Inégalités réelles au Maroc : une introduction*, 2017.

Grigori Lazarev, *Politiques agraires 1956-2006 : un témoignage engagé*, 2012.

Noureddine El Aoufi (dir.), *le Maroc solidaire : projet pour une société de confiance,* 2011.

Noureddine El Aoufi, Mohammed Bensaïd, *les Jeunes, mode d'emploi : chômage et employabilité au Maroc*, 2008.

Najib Akesbi, Driss Benatya, Noureddine El Aoufi, *l'Agriculture marocaine à l'épreuve de la libéralisation,* 2008.

Michel Hollard, *Une petite désillusion : comment peut-on être coopérant au Maroc ? Journal, 2001-2002*, 2006.

En co-édition avec l'Harmattan, Paris

Mohammed Bensaïd, Noureddine El Aoufi, Michel Hollard (dir.), *Économie des organisations : tendances actuelle*s (2007).

Jean Lapèze (dir.), *Apport de l'approche territoriale à l'économie du développement* (2007).

Jean Lapèze, Nacer El Kadiri, Nouzha Lamrani (dir.), *Éléments d'analyse sur le développement territorial : aspects théoriques et empiriques* (2007).

Claude Courlet (dir.), *Territoire et développement économique au Maroc : le cas des systèmes productifs localisés* (2006).

© Économie critique, 2020

Pré-presse : *Babel com*, Rabat • Impression : *Bidaoui,* Rabat

A mes parents,
à mes enfants Sarah et Adam

Sommaire

Introduction 9

CHAPITRE 1. Conceptions du développement et performances de l'économie marocaine 15

CHAPITRE 2. Développement industriel : besoins de financement à long terme 51

CHAPITRE 3. Sources de financement bancaire et boursier de l'industrie marocaine 81

CHAPITRE 4. Sources alternatives du financement de l'industrie marocaine 133

CHAPITRE 5. Rôle de la politique monétaire et du crédit dans l'incitation à l'investissement industriel 171

Conclusion générale 199

Introduction

L'économie marocaine avait été qualifiée, en 1979, par l'économiste français Jean-Marie Chevalier de « formation économique et sociale basée sur un système agricole de type féodal… ». Depuis la décennie 70, le Maroc s'est attelé à moderniser et à transformer les structures de son économie à travers la succession de réformes, la libéralisation financière et l'insertion progressive du pays dans l'économie internationale. Ces réformes, financières notamment, ont obtenu des résultats encourageants sur le plan macroéconomique mais ont eu un impact très insuffisant sur le volet microéconomique car ne favorisant pas le financement des entreprises marocaines.

Universellement, le processus de développement économique de tout pays s'appuie sur le financement de ses entreprises en général et sur celui des firmes industrielles en particulier. Aussi, tout objectif de croissance économique soutenue et durable au Maroc ne peut se concevoir sans le renforcement du financement à long terme des besoins d'investissement et d'exploitation de toutes les catégories d'entreprises et particulièrement des TPME.

Dans les années 1960-1970, l'État tenait un rôle de premier plan dans la dynamique de la croissance économique, face à un secteur privé naissant. Les déficiences supposées du marché ne pouvaient favoriser le développement économique à long terme du pays. C'est donc l'État qui devait décider de la politique industrielle à mettre en place et assurer le financement des secteurs prioritaires ou stratégiques pour le développement du Maroc par des politiques financières restrictives. Mais observons que depuis l'indépendance du Maroc, le financement de son économie s'est progressivement appuyé sur les ressources privées et étrangères afin d'alléger, de ce fait, la prépondérance du financement par l'État. Les institutions de Bretton Woods, via le FMI et la Banque mondiale, ont largement contribué à cette transition par le plan d'ajustement structurel (PAS) adopté par le Maroc en 1983. Dans un contexte économique interne difficile et une conjoncture internationale très défavorable (hausse des

taux d'intérêt et appréciation du dollar américain, notamment), l'accord de stabilisation de 1983 avec le Maroc avait pour objectif d'améliorer l'offre globale et d'orienter la politique économique vers une réduction de la demande globale permettant une diminution du déficit interne et externe.

Il convient cependant de souligner que le bien-fondé des PAS a été controversé, tant sur le plan académique, notamment par certains économistes hétérodoxes, que par les populations de bon nombre de pays en développement. Les résultats des programmes mis en place se sont révélés mitigés. Ces programmes ont certes permis au Maroc d'améliorer certains équilibres macroéconomiques et de générer une croissance économique plutôt irrégulière mais avec une base industrielle très insuffisante. L'impact social de ces programmes a été négatif en matière de santé, d'éducation et de pauvreté notamment. Ils n'ont pas permis de réduire les inégalités et de juguler le chômage élevé au Maroc, celui des jeunes en particulier.

La dimension financière du PAS prévoyait une libéralisation financière qui devait se traduire par la réduction des contraintes financières (restrictions), une augmentation de l'épargne nationale et une amélioration de l'efficacité dans l'allocation du crédit aux entreprises. Théoriquement, l'intervention de l'État dans le fonctionnement du marché financier était considérée, par les tenants de la libéralisation, comme néfaste car elle entravait l'allocation optimale des ressources. Lors des premières années de la mise en place du PAS, le système financier marocain a été presque exclusivement régi par l'État. Ce dernier orientait les flux financiers vers les secteurs d'activité qu'il souhaitait encourager (agriculture, artisanat, industrie exportatrice, etc.). Le crédit était encadré par les autorités monétaires, et les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs étaient réglementés. Les banques commerciales n'avaient que peu de marge de manœuvre pour fixer les conditions d'octroi de crédit aussi bien en termes de taux que de volume. Par conséquent, les besoins réels de financement à long terme des entreprises n'étaient pas satisfaits. L'essentiel des financements (environ 78 %) se faisait à court terme.

Mais, malgré les réformes de libéralisation financière mises en place depuis la décennie 90, les entreprises marocaines n'ont pas atteint le niveau d'industrialisation de certains pays en développement ou émergents comparables. La problématique du financement continue à être un enjeu

et un défi majeurs pour l'industrialisation du Maroc que tant de plans et de programmes phares successifs ont cherché à développer.

A l'échelle macroéconomique du pays, faudrait-il imputer cette situation à l'existence d'une épargne privée ne trouvant pas son allocation optimale dans des projets d'investissement rentables économiquement et utiles socialement, ou plutôt à l'insuffisance d'investisseurs de long terme disposés à prendre des risques économiques ? De son côté, la puissance publique via les investissements publics (ou des partenariats public-privé) dans le capital humain comme l'éducation, la santé et les infrastructures devrait être l'autre acteur principal d'investissements à long terme. Et cela particulièrement au Maroc où ces besoins s'avèrent impérieux dans la contribution au développement économique et au progrès social de la population.

Depuis la décennie 90, les pouvoirs publics ont impulsé la libéralisation financière et l'ouverture de l'économie marocaine prônant la modernisation et la transformation du Maroc. Le système bancaire marocain a intégré des progrès significatifs en matière d'accès au financement des entreprises, bien qu'il soit entaché par une structure oligopolistique ne permettant pas une vraie concurrence sur les coûts du crédit, d'après l'étude du Conseil de la concurrence (2013). Cependant, cette modernisation institutionnelle est loin d'être achevée. De nombreuses faiblesses persistent encore et entravent l'allocation efficiente des financements à long terme nécessaires au développement des entreprises industrielles marocaines. L'environnement financier marocain, caractérisé par le phénomène d'asymétrie informationnelle entre les entreprises et les banques, semble produire des situations de rationnement du crédit bancaire. Ce phénomène apparaît lorsque les entreprises, et en particulier les PME (constituant près de 95 % du tissu économique marocain), ne pratiquent pas la transparence dans la transmission de leurs informations aux banques. La taille, la concentration de la propriété et de la gestion rendent souvent ces PME assez opaques.

L'ensemble du système bancaire et financier est le canal par lequel transitent les fonds des agents économiques épargnants vers les agents qui ont des besoins d'investissement ou de consommation. Selon la théorie des marchés efficients[1], lorsque le système bancaire et financier d'un pays

1. La théorie des marchés efficients est fondée sur trois hypothèses principales : la maximisation de l'espérance d'utilité, l'efficience des marchés financiers et l'absence d'opportunité

en développement se modernise et commence à fonctionner efficacement, il entraîne une allocation efficiente des ressources. A l'inverse, un système inefficient condamne le pays au retard économique.

Etant donné la modernisation et la transformation structurelle du système financier au Maroc, notre problématique consiste à s'interroger à la fois sur la capacité du secteur bancaire et des autres institutions financières à transformer l'épargne courte en financement de l'investissement industriel à long terme. Notre questionnement porte ainsi sur le rôle économique des banques et des marchés de capitaux (actions et obligations, notamment) et leur capacité à fournir aux entreprises les financements nécessaires à leurs projets d'industrialisation de long terme. Théoriquement, la question des sources de financement a été longtemps dominée par le théorème de Modigliani Miller (1958), selon lequel les structures du capital n'influencent pas les décisions réelles des prêteurs et des emprunteurs (Hubbard, 1995). Ce théorème qui démontre l'équivalence des différentes sources de financement pour les entreprises a été remis en cause par l'existence de distorsions entre les coûts des différentes sources de financement.

Notre hypothèse centrale consiste, dans ce livre, à supposer l'existence de rigidités et de distorsions dans les sources et instruments de financement de l'industrie au Maroc. Toutefois, en amont, se pose aussi la question cruciale de l'impact de la structure familiale de l'entreprise sur l'efficacité des méthodes managériales. En effet, notre hypothèse est que le management de l'entreprise familiale, en restreignant les informations fournies à la banque, met l'entreprise dans une situation d'asymétrie d'information vis-à-vis de celle-ci. En réaction à cette rétention d'informations, le système bancaire peut être amené à rationner le crédit aux entreprises.

Selon R. Nurkse (1953, *in* Conte B. 2002-2003 [2]), la pauvreté et la faiblesse du revenu national sont à l'origine d'une insuffisance de l'épargne et donc de l'investissement industriel de certains pays entraînant leur sous-développement. Au plan macroéconomique, le revenu national du

---

d'arbitrage. Ces trois hypothèses fournissent le cadre de référence théorique pour l'explication du fonctionnement des marchés financiers, de la justification de l'évolution des prix et de l'évaluation des actifs et des produits dérivés financiers.

2 Les cercles vicieux de la pauvreté, site http://conte.u-bordeaux4.fr/Enseig/Lic-ecod/docs_pdf/cerclesVP.pdf

Maroc serait-il encore insuffisant au point de ne pas dégager l'épargne nécessaire au financement de l'investissement productif générateur de développement ?

En effet, la mobilisation de l'épargne intérieure des ménages, des entreprises et de l'endettement public, souvent complétée par les capitaux importés, est cruciale dans le financement de l'industrialisation des pays en développement comme le Maroc. Elle constitue la première étape dans le processus de développement, et ce, quelle que soit l'approche théorique préconisée. La question du lien entre financement, industrialisation et développement économique et social dans les pays en développement fait toujours débat.

Les cinq chapitres qui structurent ce livre ont pour objectif de montrer que la question du financement demeure une préoccupation et un défi majeurs dans l'industrialisation du pays et ce malgré les réformes et transformations structurelles engagées par le Maroc dans le secteur financier durant les années 90. Le système bancaire et financier marocain, entaché encore de distorsions et de rigidités dans l'allocation efficiente des ressources, n'arrive toujours pas à mobiliser et à transformer l'épargne nationale en financement à long terme pour l'industrialisation du pays. Le processus d'industrialisation et de développement du Maroc est hypothéqué par les difficultés d'accès des entreprises marocaines, en général, et des PME-PMI/TPE, en particulier, au financement de long terme.

Le premier chapitre est consacré aux approches théoriques du développement et à l'appréciation des performances de l'économie marocaine à travers l'analyse de ses principaux indicateurs macroéconomiques. Il souligne l'existence d'une articulation entre financement, industrialisation et développement au Maroc.

Le deuxième chapitre met en avant les caractéristiques des entreprises marocaines et la persistance de freins institutionnels entravant leur développement. Il s'attache à l'examen des besoins de financement à long terme des entreprises industrielles marocaines et précise les dispositifs de soutien au financement apportés par les pouvoirs publics.

Les chapitres III et IV analysent respectivement la capacité des banques, de la Bourse et des sources alternatives de crédits à transformer l'épargne courte en financement à long terme de l'investissement. Notre objectif central dans ces deux chapitres, cernant la problématique principale de

ce livre, est de détecter, dans un contexte entaché d'asymétrie d'information et de rationnement du crédit bancaire, l'existence d'éventuelles rigidités et distorsions entravant l'allocation efficiente des ressources pour le financement des entreprises industrielles au Maroc.

Le chapitre V est consacré sur un plan macroéconomique, d'une part, à l'étude de l'impact de la politique monétaire et du crédit sur le financement des entreprises industrielles, et, d'autre part, à l'interrogation sur l'efficacité de la politique de l'épargne à favoriser le financement de l'investissement à long terme en vue d'accélérer l'industrialisation du Maroc.

CHAPITRE 1

Conceptions du développement et performances de l'économie marocaine

Ce chapitre introductif a pour finalité, d'une part, d'articuler les différentes conceptions du développement avec la problématique du financement, d'autre part, de rendre compte de l'état et des performances de l'économie marocaine suite aux réformes institutionnelles et économiques et aux efforts de modernisation entrepris par les pouvoirs publics depuis l'indépendance du Maroc.

1. Problématique du développement en liaison avec le financement

Depuis la décennie 50, les théories du développement se sont articulées autour de trois grands courants opposés de pensée : les économistes néo-classiques, l'approche « développementaliste » et les courants « néo-marxistes » et « tiers-mondistes ».

La question du développement est souvent reliée à la révolution industrielle que l'Angleterre a connue il y a un peu plus de trois siècles. Il est admis que les écarts de développement entre pays avancés et pays en développement[1] se sont accrus avec la Révolution industrielle qu'ont connue les pays du Nord depuis le XIX^{e} siècle. Cette industrialisation avait été financée par les levées de capitaux sur la Place de Londres. Si

1. Dans la suite du texte, on utilisera, comme dans l'évolution de la littérature, les trois expressions : pays sous-développés, pays en développement ou pays du tiers-monde pour désigner les pays moins avancés économiquement.

l'industrialisation[2] a été un facteur déterminant dans le développement de nombreux pays avancés, elle n'en constitue pas une condition strictement nécessaire. En effet, au début du 20e siècle, l'Australie, le Canada, le Danemark et la Nouvelle-Zélande faisaient partie des pays qui avaient le revenu par habitant le plus élevé mais figuraient parmi les pays agricoles non industrialisés.

La littérature économique distingue croissance et développement, bien que ces deux concepts soient intimement liés. En 1961, François Perroux proposa une définition qualitative du développement[3]. Il le définit comme « la combinaison des changements mentaux et sociaux d'une population qui la rend apte à faire croître cumulativement et durablement son produit réel et global ».

La croissance économique renvoie à une mesure quantitative de l'accumulation de richesses à long terme. L'accumulation du capital dans un pays en développement requiert, à un moment donné, la mise en place d'industries servant de locomotive au développement d'autres secteurs pour permettre une croissance économique cohérente de tout le pays. Cela suppose l'existence au préalable d'un financement suffisant (interne et/ou externe) de ces industries locomotives.

Pour le courant néoclassique, le sous-développement constitue un retard que l'industrialisation permet de rattraper dans le temps. Dans ce cas, la notion du sous-développement se définit, par certains économistes, par la « négative » par rapport au développement des pays du Nord. Mais la théorie de la dépendance considère que le développement des pays riches (centre) est source de sous-développement des pays pauvres (périphérie). La théorie de l'économie internationale insiste sur les déterminants géographiques et culturels pour expliquer la domination du capitalisme au niveau mondial.

2. Le sous-développement expliqué par les retards

Pour l'école néo-classique, le sous-développement d'un pays est considéré comme un retard par rapport aux pays développés. Ainsi, dans

2. Dans ce livre, nous mettons l'accent sur la problématique du financement de l'industrie au Maroc sans traiter la question du lien entre industrialisation et développement.

3. *In* Ph. Deubel (2008), « Les caractéristiques du sous-développement », *Analyse économique et histoire des sociétés contemporaines,* Pearson Education France.

son livre *Les Étapes de la croissance*, W.W. Rostow (1960) conçoit le développement comme une évolution linéaire et incontournable passant par les mêmes étapes. Pour ce courant, les pays sous-développés rattraperont leur retard en se spécialisant dans la production des biens pour lesquels ils possèdent un avantage comparatif pour accroître leurs exportations et insérer leur économie dans le marché mondial.

En effet, la société traditionnelle vivant de l'agriculture évolue lentement jusqu'à l'étape du décollage économique (*take off*). Grâce aux gains de productivité du secteur agricole, la croissance économique dépasse la croissance démographique. En une ou deux décennies, l'investissement et l'épargne doublent, passant d'environ 5 % du revenu national à plus de 10 %. En effet, selon le modèle de croissance Harrod-Domar (1939, 1946), la croissance économique nécessite de nouveaux investissements, c'est-à-dire une augmentation du stock de capital. Autrement dit, sans épargne il n'y a pas d'investissement et il n'y a pas de croissance. Le financement étant le point de départ, il conditionne l'investissement dans l'industrie, facteur de croissance et de développement.

Pour les économistes néo-classiques, la politique du laisser-faire est avantageuse pour les pays sous-développés, car elle permet une allocation optimale des ressources à l'échelle internationale. Elle peut inciter à l'importation des capitaux vers les pays à bas salaires favorisant les investissements et par conséquent un début d'accumulation interne.

Par ailleurs, l'idée de sauter le pas à un moment donné pour un pays de l'agriculture vers son industrialisation en vue d'un développement plus rapide est présente aussi chez Dani Rodrik (2012). Pour cet économiste, les pays qui se sont développés durant les cinq ou six dernières décennies l'ont fait grâce à une industrialisation soutenue et rapide. Il cite l'exemple des pays de l'Asie de l'Est (Japon, Corée du Sud, Singapour, Taïwan et Chine) qui ont fait le pari du déplacement des travailleurs agricoles des campagnes et de l'économie informelle vers le secteur manufacturé, mieux structuré, des industries. L'industrialisation du Maroc serait-elle en train de suivre ce processus ? *Quid* de la disponibilité des financements nécessaires ?

La conception du développement linéaire de Rostow, rappelée précédemment, a été nuancée et critiquée par d'autres économistes, tel Kuznets (à propos des conditions que devrait remplir une théorie des étapes). Certains pays ayant connu un développement plus tardif ont sauté certaines étapes en profitant du progrès de ceux qui les avaient

précédés. Ainsi, pour Gerschenkron (1962), les pays ne passent pas nécessairement par les étapes décrites par Rostow. La croissance n'est pas autoentretenue ; l'État peut intervenir pour combler l'insuffisance de l'épargne privée, en finançant par le budget des pans entiers de l'industrie. Les pouvoirs publics construisent les infrastructures, attirent les capitaux étrangers tout en veillant au transfert de technologie et mettent en place les conditions de l'investissement en capital humain. Pour accélérer son industrialisation, le Maroc pourrait en partie s'appuyer sur cette stratégie à l'exemple de la Corée du Sud et du Mexique depuis les années 70.

Soulignons que la modernisation, certes lente et progressive, du tissu industriel marocain a permis l'émergence des nouveaux métiers mondiaux du Maroc tels que l'automobile, l'aéronautique, l'électronique et l'*offshoring*. Entre 2008 et 2013, ces quatre secteurs ont contribué aux exportations de l'ensemble des métiers mondiaux du Maroc à concurrence de 86 % (ministère de l'Économie et des Finances, 2015).

S'inscrivant dans la vision tiers-mondiste, Nurkse (1953) explique que dans certains pays la pauvreté et le sous-développement entretiennent un cercle vicieux. La faiblesse du pouvoir d'achat consécutive à celle de la croissance économique conduit à la faiblesse de la consommation et de l'épargne. La pénurie de financement, lorsqu'elle n'est pas compensée par le crédit intérieur ou extérieur, induit donc une insuffisance de l'investissement qui maintient une faible productivité. Ainsi, la pauvreté entretient le sous-développement qui devient un frein à l'accumulation du capital. A la suite de Rostow, Nurkse pense que l'amélioration de la productivité agricole peut entraîner une croissance industrielle. Mais il considère que l'idée des avantages comparatifs, qui incite les PED à se spécialiser dans une branche unique tournée vers l'export en vue de rentrées de devises, peut s'avérer un handicap à un développement économique harmonieux. Le Maroc doit éviter de se trouver dans cette configuration.

3. Développement et dépendance financière des pays du Sud à l'égard des pays du Nord

Contrairement aux modèles universels de développement devant concerner toutes les régions du monde, la théorie du développement des années 60-70 considère qu'il faut mettre en avant les spécificités des pays du tiers-monde et notamment leur dépendance financière vis-à-vis des

pays développés du Nord. Pour le courant « développementaliste », le sous-développement ne constitue pas une étape de l'évolution linéaire supposée. Il se caractérise par une spécificité liée à son dualisme et à sa dépendance. Le dualisme renvoie à la coexistence, dans les pays sous-développés, d'un secteur traditionnel voué à la stagnation et au sous-emploi avec un secteur moderne doté d'une croissance rapide. La dépendance des pays sous-développés vis-à-vis des firmes multinationales des pays industrialisés les maintient dans une situation défavorable de leurs termes d'échange. L'école de la dépendance rassemblant différents auteurs (Myrdal, Lewis, Hirschman, Perroux, Prebisch, Furtado, Emmanuel, Amin) a marqué le débat sur le lien entre financement, industrialisation et développement économique des PED (Montoussé, 1999). Ce lien doit être interrogé dans le cas du Maroc.

L'économiste suédois G. Myrdal (1968) a défendu l'idée d'un nouvel ordre économique international. Il a dénoncé l'explication euro-centriste du développement basée sur un seul facteur. Il recommande l'utilisation d'une explication « multifactorielle » du développement.

A. Lewis (1955), l'un des fondateurs de la théorie du développement, critique la théorie des avantages comparatifs en annonçant que la relation entre pays du Nord dominants et pays du Sud dominés entrave le développement des pays les plus pauvres. Il met en avant la théorie du « dualisme » qui scinde la société en un secteur rural traditionnel disposant de peu de financement et un secteur capitaliste urbain et industrialisé. Entre les deux, il y a un secteur informel constitué de bidonvilles. Pour Lewis, les préceptes de l'économie de marché ne s'appliquent pas au secteur rural traditionnel. Car, dans ce secteur, la culture et la tradition dominent les considérations économiques. Les travailleurs ne sont pas mus par la maximisation du profit et l'accumulation de richesses financières préconisées par la théorie néo-classique. L'offre de travail serait illimitée, assurant un salaire de subsistance et ne permettant pas de dégager une épargne suffisante pour le financement de nouveaux investissements.

Faisant partie de l'école de la dépendance, A.O. Hirschman et F. Perroux (1964) dénoncent la « désarticulation » des économies en développement sous la domination des pays développés. Il s'agit d'une rupture de l'équilibre traditionnel menant à l'affaiblissement de l'agriculture et à un développement divergent entre les différents secteurs économiques, pouvant accentuer la pauvreté dans les pays sous-développés. Combattre

la pauvreté passe par un changement de structures nécessitant la mise en place par l'État de stratégies de « développement autocentré ».

Contrairement à l'idée préconisée par Rostow d'un développement équilibré touchant l'ensemble de l'économie, Hirschman (1964) propose des stratégies de développement basées sur les déséquilibres (« navigation contre le vent »). Les pays en développement se caractérisent par l'absence de complémentarités entre l'agriculture et l'industrie. Plus le secteur agricole est traditionnel, plus les liens avec l'industrie sont faibles. Dans cette stratégie de déséquilibre, l'État en mettant les financements nécessaires doit favoriser l'investissement dans des secteurs industriels (biens d'équipements) à forte intensité capitalistique qui produiraient des effets d'entraînements sur les autres secteurs de l'économie. Pour le courant « développementaliste », la stratégie du développement par la planification (investissements publics et industrie) est de nature à corriger les externalités du marché mondial. Le programme d'accélération industrielle, impulsé au Maroc par les pouvoirs publics en 2014, semble aller dans ce sens.

Suivant l'idée de Hirschman, de Bernis (1971) a préconisé pour l'Algérie la stratégie d'industrialisation par les industries industrialisantes. Il s'agit d'un processus de reproduction des liens entre l'agriculture et certaines industries. Ces industries industrialisent l'agriculture (mécanisation, engrais, etc.) en améliorant sa productivité. Cette interdépendance entraîne des externalités positives pour l'ensemble de l'économie en permettant le développement d'autres industries. La rente pétrolière de l'Algérie lui confère une source de financement indispensable à la mise en place de cette stratégie d'investissement industriel. Malgré ses réserves très importantes de phosphate, le Maroc, ne disposant pas de rente comparable à celle de l'Algérie, doit faciliter l'accès des entreprises aux différentes sources de financement de son industrialisation.

Dans la même lignée, F. Perroux (1961), qui réfute la théorie néo-classique, a développé la théorie des pôles de croissance en mettant en avant l'idée de liaisons entre les secteurs d'activité d'une économie en croissance. Lorsque le progrès technique modifie les fonctions de production d'une branche, les profits supplémentaires sont partagés dans les branches qui lui sont liées (*via* les *inputs* et les *outputs*). De ce fait, les pays qui mettent en place les industries « motrices » et les branches qui leur sont liées pourront connaître une croissance économique et un développement plus rapides. Là aussi, la mobilisation d'une épargne

interne et/ou d'un endettement externe est une première étape à ces investissements que le Maroc doit favoriser en vue de son industrialisation.

Les économistes R. Prebisch et C. Furtado de la CEPAL (Commission économique pour l'Amérique latine, 1948) sont parmi les fondateurs de l'école de la dépendance. Ces auteurs dénoncent la dépendance financière, commerciale, technologique et culturelle des pays en développement dans leurs relations économiques avec le Nord et les marchés de capitaux internationaux. La faiblesse de l'épargne intérieure, dans les pays du Sud, les contraint à un endettement international. Il y a une asymétrie (S. Amin) entre les économies dominantes (centre) et les pays du tiers-monde dominés (périphérie). Dans ce schéma, la production des PED est spécialisée et orientée par rapport aux besoins des pays riches du centre. Les produits exportés vers le centre connaissent une dégradation des termes de l'échange, tandis que la périphérie achète plus cher ses produits venant du centre. Cette approche « marxiste » dénonce un échange inégal (A. Emmanuel). Le contenu en travail des importations est inférieur à celui des exportations de la périphérie.

Les auteurs (Amin, Emmanuel, Frank) des thèses « néo-marxiste » et « tiers-mondiste » des années 60 et 70 critiquent le réformisme du courant « développementaliste » ; ils prônent des solutions radicales pour sortir du système d'échange de rapport dominant. Ils préconisent la sortie du système capitaliste et du marché mondial afin d'enclencher une « dynamique interne » de croissance dans les pays sous-développés.

Pour sortir de cette domination, les économistes de la CEPAL recommandent une industrialisation des PED par substitution aux importations et la mise en place d'une réforme agraire. La mise en place de cette stratégie passe nécessairement par le financement des importations des équipements de production. Après son indépendance, le Maroc avait adopté cette stratégie, mais sans résultats probants sur son économie.

4. Politiques d'ajustement du FMI et financement du développement au Maroc

Durant les années 80-90, les économistes du FMI et de la Banque mondiale préconisaient des solutions libérales face à ce qu'ils considéraient comme un échec des remèdes proposés par les théoriciens de la dépendance. Pour les économistes de ces deux institutions internationales, il faut plus

de capitalisme et de marché pour sortir les pays du sous-développement. Les politiques d'ajustement structurel (PAS) libérales qu'ils proposent doivent assainir les économies des PED victimes de l'inflation et du surendettement.

Ces économistes prônent une libéralisation des économies passant par la réduction du budget de l'État et de son déficit, la déréglementation généralisée des différents secteurs économiques et la privatisation des entreprises publiques permettant d'augmenter les recettes de l'État. Le financement de l'investissement industriel des PED, nécessaire à leur développement, est prêté par le FMI sous condition d'application de réformes souvent douloureuses socialement. Ces financements s'avèrent parfois incontournables pour le développement et l'émergence des pays pauvres. Le Maroc en a bénéficié en 1983, mais l'impact sur son économie a été mitigé.

Les difficultés qu'avait connues le Maroc au milieu des années 70 se sont accentuées au début de la décennie 80. Son économie a enregistré une détérioration, tant sur le plan interne qu'externe, liée à ses retards structurels, mais aussi à une conjoncture internationale très défavorable. Sa structure de production est largement dépendante des conditions climatiques (pluviométrie), et ses exportations agricoles sont tributaires de la demande extérieure (européenne, notamment) mais aussi des cours internationaux pour ce qui est du phosphate. De même, au plan international, les deux chocs pétroliers, la hausse des taux d'intérêt à partir d'octobre 1979 (politique monétaire restrictive de la FED) et l'appréciation du dollar pendant la première moitié des années 80 allaient renforcer les pressions financières sur l'économie marocaine. En effet, de 1981 à 1983, le taux de croissance réel du PIB se situait autour de 2 %, le taux d'inflation avoisinait 10 %, l'épargne publique était négative autour de 2 % du produit intérieur brut (PIB), et le déficit du Trésor était de 12 % du PIB (cloudfront.net). S'agissant des comptes extérieurs, le compte courant de la balance des paiements était en déficit d'environ 12 % du PIB, et les réserves de change ne couvraient que quelques jours d'importations. Cette situation économique avait rendu indispensable l'adoption par le Maroc en 1983 du plan d'ajustement structurel (PAS I) préconisé par le FMI et la Banque mondiale puis, d'une décennie plus tard en 1992-1993, un PAS II consacré à l'agriculture.

Le PAS est un ensemble d'actions et de dispositions de stabilisation et d'ajustement qui concernent à la fois la conjoncture économique du

pays mais aussi ses structures pour modifier son fonctionnement économique. Les crédits octroyés par le FMI et la Banque mondiale étaient conditionnés par le respect par le Maroc du suivi des programmes prévus. Ces prêts ciblaient la stabilisation à court terme des déficits du budget et du compte courant, mais aussi la poursuite des réformes structurelles des entreprises du secteur public, de la fiscalité et de l'éducation. Les pouvoirs publics avaient mis en place une politique économique permettant de réduire la demande globale, mais aussi l'augmentation et l'amélioration de l'offre.

Les programmes d'ajustement négociés avec le FMI concernaient la restructuration et la réduction des dépenses publiques, la réforme de la fiscalité, la libéralisation des prix et la révision des mécanismes d'incitation de l'investissement. Le volet financier avait aussi été visé par la libéralisation du système de crédit et par une politique de mobilisation de l'épargne locale pour stimuler le marché financier marocain. Côté échanges avec l'extérieur, il avait été préconisé de libéraliser le commerce et le passage à une politique de change flexible.

Pour appliquer ces programmes et atteindre les objectifs assignés, les pouvoirs publics se sont engagés dans différentes réformes de structures impliquant les finances publiques, la politique d'ajustement des prix, la modernisation des instruments de la politique monétaire, le commerce extérieur et, d'une manière plus générale, la restructuration des mécanismes d'intervention économique de l'État. Citons quelques exemples d'actions-phares de ces réformes (ministère de l'Économie et des Finances, 1995) :

– la modernisation et la simplification de la fiscalité avec l'introduction de la TVA en 1986 ;

– la déréglementation du secteur bancaire à partir de 1991 avec une libéralisation des taux d'intérêt et, en 1993, la promulgation d'une nouvelle loi bancaire uniformisant le cadre réglementaire des établissements de crédit ;

– la création du marché monétaire pour le refinancement des banques et du Trésor public et la réforme de la bourse de Casablanca pour le développement d'un marché des capitaux ;

– la dépréciation du dirham et un réajustement de la composition du panier des devises tenant compte de la répartition géographique des exportations du Maroc ; à partir de 1988, le pays a mené une plus grande

libéralisation de la politique des changes ; en même temps, le plafond des droits de douane a été très fortement abaissé, de 400 % à 35 % en 1993 ;

– un vaste programme de privatisation et la modernisation de la gestion des entreprises publiques dans le but d'une réduction significative des interventions de l'État dans l'économie marocaine permettant de transférer l'essentiel de l'investissement au secteur privé.

Ces programmes d'ajustements et de réformes structurelles ont certes permis l'amélioration de certains équilibres macro-économiques majeurs sans pour autant réduire toutes les difficultés économiques et sociales du Maroc sur la période 1983-1994. Par exemple, on a enregistré une aggravation de la dette publique globale entre 1986 et 1994 (de 78 % du PIB à 80 %). De même, la croissance économique, avec un taux de 4,1 % en moyenne, n'a pas pu absorber une population active en augmentation et a conduit à une aggravation du chômage avec un impact social douloureux. La réduction du budget de l'État dans le secteur social a eu des effets négatifs sur l'éducation et la santé.

D'une manière générale, les réformes recommandées par le FMI ont engendré des réactions critiques des populations ayant subi la réduction des dépenses sociales et de certains économistes comme Joseph Stiglitz. Pour ce dernier, les PAS ont aggravé les difficultés des pays en développement au lieu de les réduire.

Parallèlement aux PAS du FMI, notons que les années 80 ont également connu la promotion des courants du développement durable et des besoins essentiels. L'éco-développement et le développement durable prônent la mise en valeur, dans les PED, des ressources locales tout en tenant compte de l'environnement écologique, culturel et humain. Il s'agit d'un développement qui préserve également les ressources pour les générations futures.

L'approche des besoins essentiels se fonde sur le principe d'un développement économique assurant la satisfaction des besoins tels que l'alimentation, l'habillement, la santé, l'éducation, l'assainissement, le transport, l'eau potable, etc. Ces besoins essentiels sont universels et facilement quantifiables. Ils contribuent à la croissance économique des pays pauvres. La satisfaction de ces besoins doit être intégrée à toute politique de développement. Différentes ONG se donnent pour mission d'aider les gouvernements des PED à œuvrer dans ce sens. Dans ce cas, le financement à petites dimensions de projets modestes se fait par le

microcrédit notamment. De nombreux projets ont été financés par ce moyen au Maroc (cf. chapitre 4).

5. Financement, industrialisation et régime d'accumulation

Afin de compenser les déséquilibres cumulatifs des PED, Myrdal préconise la mise en place par l'État d'une politique industrielle volontariste et sélective ainsi que des réformes structurelles soutenant le développement économique. Le plan d'accélération industrielle promu par le Maroc à l'horizon 2020 s'inspire-t-il de cette conception ? Cette stratégie reste conditionnée par la capacité de l'État à mobiliser suffisamment de ressources de financement dans l'investissement industriel, générateur de développement.

Cependant, dans les faits, les stratégies de développement à partir des industries « hautes » ont rencontré des difficultés dans leur application (Courlet, 1988). Les liaisons qui étaient supposées se produire entre le secteur « moderne » et le secteur « ancien » ne se réalisaient pas. Ces difficultés seraient dues à une sous-estimation des influences extérieures. Le sous-développement doit alors s'analyser dans le cadre du système capitaliste mondial, à travers le régime d'accumulation du capital[4]. B. Billaudot (*in* Courlet, 1988) définit l'accumulation du capital à travers le processus de renouvellement[5] des bases matérielles de l'exploitation dans un régime d'accumulation extensif ou intensif[6].

La stratégie de promotion des exportations de produits manufacturés suivie par la Maroc depuis les années 80 est fondée sur le régime d'accumulation extensif/intensif sur une base externe. Dans ce cadre, la stratégie de substitution aux importations dans le régime d'accumulation extensif/intensif accroît la dépendance financière et technologique. Elle conduit à l'endettement externe pour financer les importations de biens

4. Il s'agit de qualifier le mode de la reproduction sociale dans un pays constitué de deux classes principales (la bourgeoisie et la classe ouvrière) et du rapport de production de domination qui en découle.

5. Le renouvellement vise les modes de production et de consommation à partir des marchandises proposées à la consommation.

6. Extensif lorsque les nouveaux modes de production et de consommation sont les mêmes qu'avant.
Intensif lorsqu'il y a transformation à la fois des modes de production et des modes de consommation.

d'équipement. Elle peut mener à un essoufflement de la croissance et à une grande ouverture sur l'économie internationale. Apprécions dans ce qui suit les résultats d'une telle stratégie sur les principaux indicateurs macro-économiques enregistrés par le Maroc.

6. Modernisation de l'économie marocaine : performances en demi-teinte

Partie de très loin, l'économie marocaine a connu incontestablement des transformations structurelles et a subi une succession de réformes depuis la sortie de la période coloniale. Ces transformations lui ont permis d'atteindre un stade de développement plutôt honorable par rapport à d'autres pays en Afrique.

Jusqu'à la mise en place du PAS en 1983, la forte présence de l'État dans les domaines économique et social a façonné un modèle d'une économie marocaine mixte mais ancrée dans l'économie de marché. Puis, la décennie 1983-1993 a été marquée par une baisse progressive du poids de l'État et de son interventionnisme dans l'économie nationale avec la volonté d'assainir les finances publiques en vue de favoriser la stabilisation macro-économique. Un tournant dans l'économie marocaine a été amorcé dès 1993 avec notamment une accentuation de la libéralisation financière, des programmes de privatisations et une plus grande ouverture sur l'extérieur comprenant plusieurs accords de libre-échange.

Dans pratiquement tous les domaines les réalisations en infrastructures sont importantes. La modernisation du pays est tangible dans de nombreux secteurs de l'économie et du social, et ce malgré le relatif retard pris par son industrialisation. Cependant, des inégalités économiques et sociales « criantes » touchent encore malheureusement une partie non négligeable de la population. C'est pourquoi les performances de l'économie marocaine peuvent être qualifiées de « demi-teinte ». Cette vision est loin d'être partagée par d'autres économistes. Par exemple, Najib Akesbi a constaté, lors d'un débat académique fort animé, dans son allocution lors du colloque de l'AMSE en juin 2014 à Rabat, une régression de l'économie marocaine ; il fait une lecture du « verre à moitié vide », mais qui n'est pas complètement dénuée de sens.

La transformation structurelle engagée par le Maroc depuis les dernières décennies a conduit à une tertiarisation soutenue de l'économie durant

les années 2000 au détriment du secteur industriel manufacturier du fait de sa faible compétitivité à l'export. Il convient de s'interroger sur les causes du retard du secteur industriel marocain. La faiblesse de la compétitivité des produits *Made in Morocco* serait-elle liée, entre autres, au déficit d'investissement dans les produits innovants pour cause d'un accès limité aux financements ? Cette question doit être appréhendée dans une vue d'ensemble de l'économie marocaine. Apprécions à présent les principaux indicateurs macro-économiques[7] du Maroc (tableaux 1 et 1 a).

Tableau 1

Principaux indicateurs macro-économiques du Maroc

Comptabilité nationale	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Taux de croissance économque national (en %)	1,6	7,6	3,3	6,3	4,8	3,0	7,8	2,7	5,6	4,8	3,6	5,0	2,7	4,4	
Croissance du PIB du secteur primaire	-12,2	19,1	4,3	20,3	4,5	-11,1	21,1	-20,0	16,6	28,9	-2,3	5,1	-7,2	18,7	
Croissance du PIB hors primaire	4,2	5,7	2,6	3,6	4,7	5,6	5,4	6,5	4,2	1,2	4,5	4,9	4,4	2,3	
Taux d'investissement brut (FBCF+VS) (en %)	25,5	26,1	25,9	27,4	29,1	28,8	29,4	32,5	38,1	35,6	35,0	36,0	35,3	34,2	
Epargne nationale brute en % du PIB	24,3	30,4	29,7	30,7	31,0	31,0	32,2	32,4	32,9	30,2	30,5	27,9	25,5	26,6	
Capacité (+) ou besoin de financement (-) en % du PIB	1,3	4,3	3,7	3,3	1,9	2,2	2,7	-0,1	-5,2	-5,4	-4,5	-8,1	-9,7	-7,6	
Taux d'ouverture de l'économie (biens et services) (X+M/PIB)	61,3	61,4	62,4	60,2	63,7	70,2	73,9	80,6	88,3	68,4	76,3	84,3	86,2	80,5	
Consommation finale intérieur en % du PIB	79,8	76,4	76,2	75,5	75,8	76,8	76,0	76,6	75,3	75,3	74,8	77,2	79,1	79,1	
Consommation finale des ménages en % du PIB	61,4	57,8	57,9	57,3	57,1	57,5	57,5	58,4	58,1	57,1	57,3	58,9	59,9	60,1	

Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), « Tableaux de bord des indicateurs macro-économiques », Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

Tableau 1 a.

Principaux indicateurs sociaux

Taux de chômage global (en %)	13,4	12,3	11,3	11,4	10,8	11,1	9,7	9,8	9,6	9,1	9,1	8,9	9,0	9,2	9,9
Taux de chômage urbain	21,4	19,5	18,3	19,3	18,4	18,4	15,5	15,4	14,7	13,8	13,7	14,7	13,4	14,0	14,8
Taux de chômage urbain des jeunes (15-24)	37,6	35,5	34,2	34,5	33,3	32,9	31,7	31,6	31,8	31,8	31,3	32,2	33,5	36,0	38,1
Taux de chômage urbain des diplômés	29,7	26,8	25,6	26,5	25,6	25,7	20,8	20,8	20,0	18,6	18,1	18,3	18,2	18,2	19,5
Taux d'analphabétisme (en %)					29,5		27,2	29	28,8	28,4			27,0		
Taux de pauvreté de la population (en %)		15,3			14,2			8,9	8,8			6,2			

Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), « Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques », Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

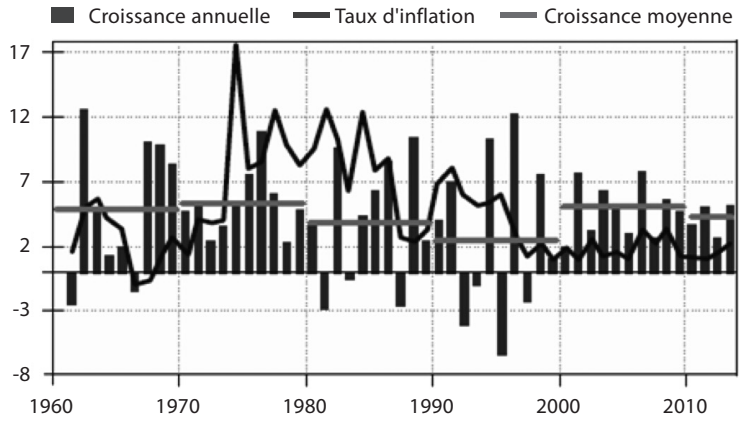
7. Les données des principaux indicateurs macro-économiques du Maroc citées ici proviennent pour l'essentiel des sources du Haut Commissariat au Plan (HCP), des études de l'Agence française de développement (AFD) (2014) et de celle des Nations Unies (2015) sur lesquelles nous nous appuyons dans les paragraphes qui suivent.

6.1. Une croissance économique irrégulière tirée par le tertiaire

Durant la présente décennie, le rythme de la croissance a été plutôt relativement faible. Entre 2008 et 2015, le taux annuel moyen n'a été que d'environ 4,2 % – la valeur ajoutée agricole ayant représenté en moyenne 13 % de la valeur ajoutée totale – alors que les deux décennies post-indépendance du Maroc ont connu une croissance économique relativement accélérée atteignant une moyenne annuelle de 5,4 % durant les années 70. Cette croissance était due à l'intervention forte de l'État par des plans visant la valorisation des ressources naturelles, le développement de l'agriculture et de l'industrie en s'appuyant sur une politique de substitution aux importations et de promotion des exportations (AFD, 2014). Trois cycles de croissance irrégulière se succédèrent dans un contexte institutionnel et politique marqué, d'un côté, par la volonté de modernisation du Maroc par une transformation économique et sociale structurelle et, de l'autre côté, par des actions de soutien aux facteurs de la demande interne. L'objectif a été la mise en place des bases pour un développement économique et social permettant, notamment grâce aux investissements publics dans les infrastructures de l'éducation et de la santé, de réduire la pauvreté et les inégalités.

Schéma 1

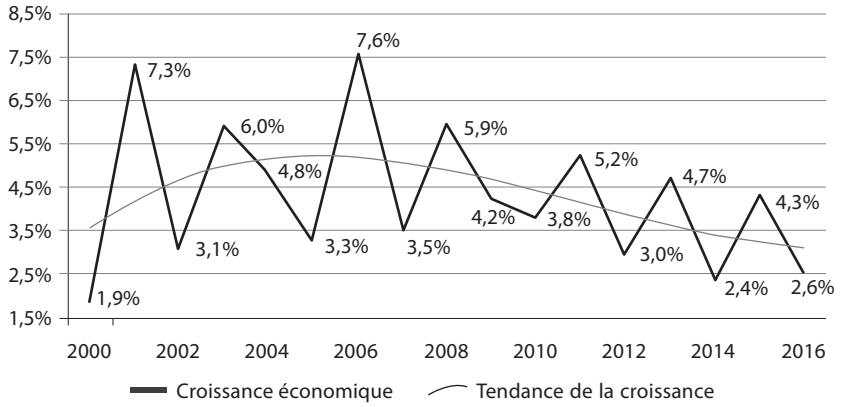
Taux de croissance réel du PIB et taux d'inflation (en %)



Source : Agence française de développement (2014), « Le modèle de croissance marocain : opportunités et vulnérabilités », *Macro-économie et développement*, n° 14, juin.

Schéma 1 a.

Taux de croissance du PIB entre 2000 et 2016



Source : http://www.usinenouvelle.com/editorial/maroc-croissance-en-fort-ralentissement-a-2-6-en-2016-prevoit-le-hcp.N339442

En effet, suite aux différents chocs (choc pétrolier, baisse du prix du phosphate, hausse des taux d'intérêt et sécheresse), les principaux indicateurs macro-économiques du Maroc se sont dégradés au début des années 80, ce qui a conduit à la mise en place du PAS. Le PIB du Maroc est devenu volatile, pour n'augmenter que de 2,4 % en moyenne annuelle pendant la décennie 90. La croissance économique connaîtra un redressement au début des années 2000 avant de s'affaiblir à nouveau avec la crise financière internationale de 2008 (schémas 1 et 1 a).

La conjonction d'une meilleure conjoncture internationale favorisant les investissements directs étrangers (IDE), les transferts des migrants et la hausse importante du crédit (au secteur privé à partir de 2005) et d'une politique monétaire de lutte contre l'inflation a permis une augmentation des investissements publics et privés et de la consommation des ménages. Cela a ainsi généré une croissance moyenne annuelle d'environ 5 % au cours de la décennie 2000 (Nations Unies, 2015).

Cette croissance est moins inflationniste depuis la fin des années 90, marquant une rupture dans la conduite de la politique monétaire de Bank Al Maghrib (BAM) qui a fixé un objectif d'inflation autour de 2 % (schéma 2).

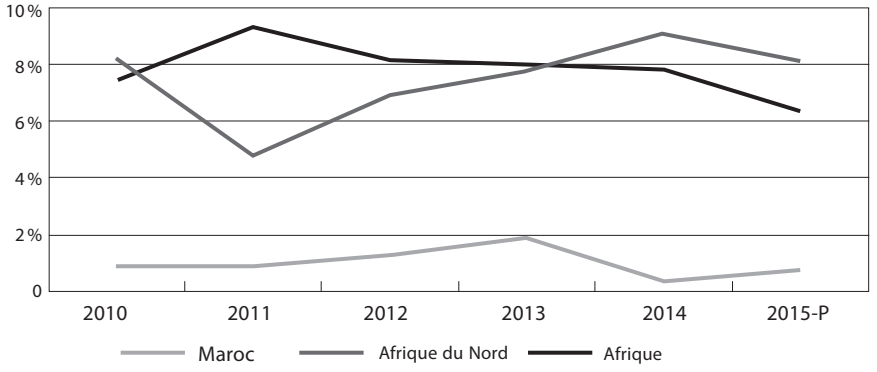
A l'inverse, le retournement de la conjoncture internationale depuis la crise financière de 2008, la crise de l'euro et les mouvements sociaux de

contestation dans les pays arabes (le « printemps arabe ») notamment ont conduit à une dégradation de la demande extérieure du Maroc en pesant négativement sur ses équilibres macro-économiques. Selon le Haut-Commissariat au Plan (HCP, 2016), le PIB en volume a évolué en moyenne de 3,8 % sur la période 2013-2015, contre une tendance annuelle de 4,6 % entre 2003 et 2012 (schéma 3). La demande intérieure, qui a été l'un des facteurs de la croissance jusqu'en 2012, s'est également ralentie en 2013.

Faut-il le souligner, la croissance économique marocaine se caractérise par une certaine volatilité étant donné la dépendance de son agriculture à la pluviométrie. Le PIB a enregistré un taux de 4,4 % en 2015 (à la faveur d'une bonne campagne agricole) et de 1,8 % en 2016 attribuable, en partie, à la sécheresse subie par le pays. Le projet de loi de finance (PLF) 2017 table sur un taux de 4,5 % suite à la progression à la fois de la valeur ajoutée agricole et de la valeur ajoutée non agricole (et à des hypothèses favorables sur le prix du pétrole et la parité euro-dollar).

Schéma 2

Inflation annuelle au Maroc, 2010-2015

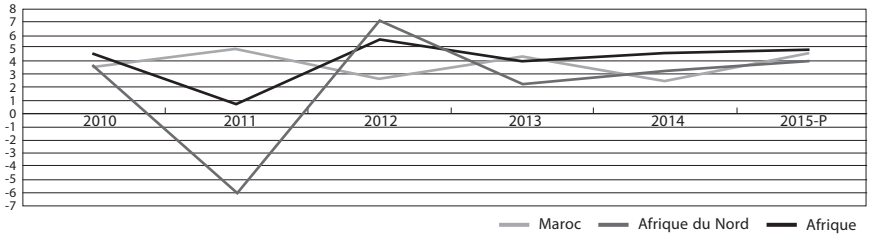


Source : Nations Unies, Commission économique pour l'Afrique (2015), « Profil de pays Maroc », mars.

La volatilité de la croissance économique ne permettant pas d'absorber les flux continus de populations en âge de travailler et aggravant ainsi le chômage s'explique aussi par l'absence de l'ancrage du pays sur un secteur industriel solide et ce malgré la modernisation des structures et les transformations apportées à l'économie depuis l'indépendance du Maroc. La transformation structurelle est à la base du développement économique lorsqu'elle permet de relever la productivité globale de l'ensemble des secteurs.

Schéma 3

Croissance annuelle moyenne du PIB du Maroc, 2010-2015



Source : Nations Unies, Commission économique pour l'Afrique (2015), « Profil de pays Maroc », mars.

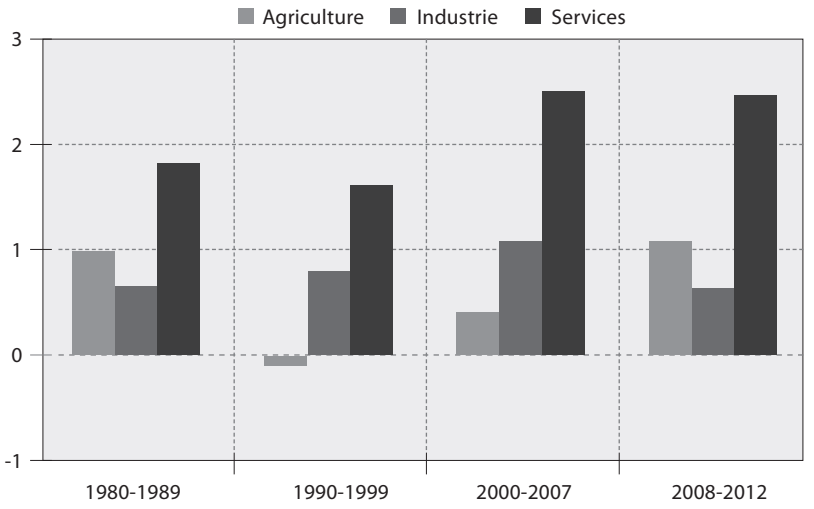
En effet, la croissance des années 2000-2007 est attribuable en grande partie au secteur tertiaire. La part des activités de services dans la valeur ajoutée totale est passée de 43 % à 51 % entre 1980 et 2012. La transformation structurelle de l'économie marocaine depuis la décennie 2000 a conduit à la baisse de 3,3 points de la part du secteur primaire dans la valeur ajoutée totale (avec 14,5 % en 2015) par rapport aux années 90. Sur la période 2000-2015, le secteur tertiaire a contribué en moyenne à 57,1 % de la valeur ajoutée totale contre 52,7 % pendant les années 90 (*Rapport économique et financier*, 2017).

Il faut noter une assez forte contribution des postes et télécommunications, de l'immobilier, de l'administration publique, de l'éducation et de la santé dans la tertiairisation de l'économie marocaine. Bien que la production agricole se soit diversifiée durant les trois dernières décennies, le poids du secteur primaire fluctue autour de 16 % du PIB selon le climat. La productivité de l'agriculture marocaine demeure tributaire des possibilités ou non de l'irrigation et des types de production (céréales et produits à forte valeur ajoutée comme les fruits). Le Plan Maroc Vert (PMV) lancé en 2008 a vocation à augmenter la productivité de ce secteur.

Rappelons que le développement économique des pays émergents dépend de leur base industrielle. Au Maroc, après avoir affiché une plus grande contribution à la valeur ajoutée au début des années 2000, le secteur industriel a rechuté depuis 2008 (schéma 4 et tableau 2). A plus long terme, il a faibli en passant de 26 % du PIB en 1980 à 22 % en 2012, en raison, entre autres, du déclin du textile. Soulignons par ailleurs que la part de l'agriculture dans le PIB demeure significative (schéma 5).

Schéma 4

***Contributions sectorielles à la croissance du PIB** (en points de PIB)*



Source : Agence française de développement (2014), « Le modèle de croissance marocain : opportunités et vulnérabilités », *Macroéconomie et développement*, n° 14, juin.

Tableau 2

Contribution sectorielle au PIB *(en %)*

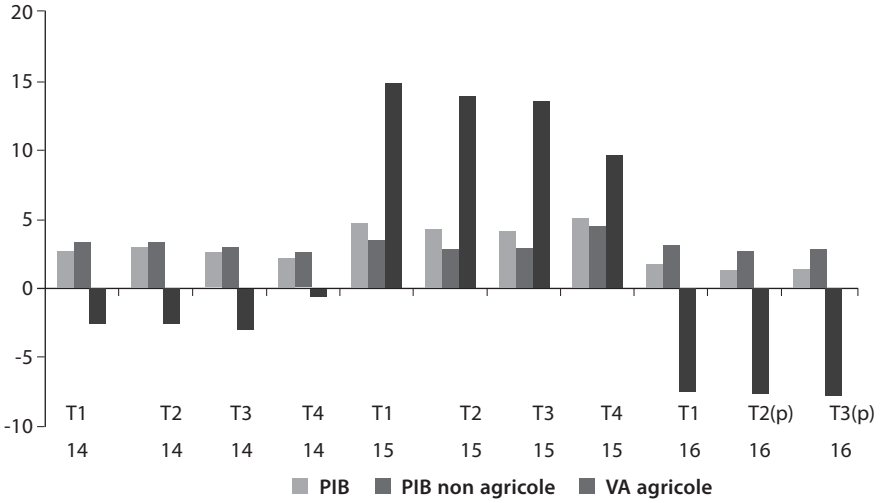
Périodes	Agriculture	Industrie	Services
1956-1973	34,51	18,32	47,18
1973-1982	8,36	34,87	51,42
1982-1992	-43,12	33,07	74,36
1992-1999	-53,78	26,52	110,30
1999-2014	-16,41	32,66	74,70
Moyenne 1964-2014	**-6,21**	**28,40**	**66,07**

Source : https://www.slideshare.net/zouhair1987/plans-sectoriels-maroc

Dans l'objectif de réduire la volatilité de sa croissance économique à long terme, le Maroc se doit de poursuivre la politique de diversification et de transformation structurelle en faveur du secteur industriel, afin de limiter sa dépendance tendancielle et structurelle à l'égard de la contribution de l'agriculture.

Schéma 5

***Évolution en glissement annuel du PIB** (prix chaînés, en %)*



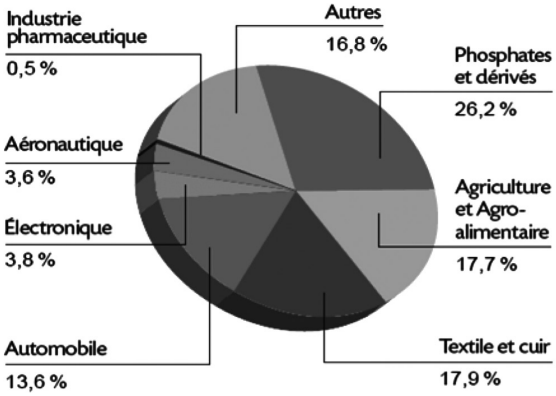
Source : HCP et prévisions BAM, (2016), Rapport sur la politique monétaire.

S'agissant de la contribution de la demande extérieure à la croissance, force est de constater que les exportations du secteur manufacturier, comparées à certains pays émergents, n'ont pas enregistré d'augmentation depuis le début des années 2000, et ce malgré la mise en place par les pouvoirs publics du Pacte national pour l'émergence industrielle 2009-2015. En effet, en dehors des secteurs relativement nouveaux pour le Maroc comme l'automobile et l'aéronautique, le secteur industriel marocain est frappé par une faible compétitivité structurelle liée notamment à un manque de diversification et à une spécialisation handicapante relative à la fabrication de produits à faible valeur ajoutée. Le textile, l'agroalimentaire, les phosphates et ses dérivés ont comptabilisé plus de 60 % des exportations de marchandises en 2012.

Le Maroc n'arrive pas à développer une offre exportable dans les filières à plus forte valeur ajoutée (schéma 6 et tableau 2a). Sa faible compétitivité est historiquement liée à une insuffisante qualification des ressources humaines qui résulte notamment de l'inadaptation de son système éducatif et de formation au monde de l'entreprise.

Schéma 6

***Exportations par secteurs en 2012** (en % du total des exportations)*



Source : Agence française de développement (2014), « Le modèle de croissance marocain : opportunités et vulnérabilités », *Macroéconomie et développement*, n° 14, juin.

Tableau 2a

Évolution des exportations des principaux secteurs

(en millions de dirhams)

Secteurs/segments	Janvier		Evolution	
	2017	2016	Valeur	%
Phosphates et dérivés*	3755	2998	+757	+25,3
Electronique	752	723	+29	+4,0
Composants électroniques	320	301	+19	+6,3
Automobile	4648	4621	+27	+0,6
Construction	2352	2382	-30	-1,3
Câblage	1849	1851	-2	-0,1
Aéronautique	780	755	+25	+3,3
Industrie pharmaceutique	96	97	-1	-1,0
Textile et cuir	3159	3183	-24	-0,8
Vétements confectionnés	1975	1988	-13	-0,7
Articles de bonneterie	678	657	+21	+3,2
Chaussures	257	304	-47,0	-15,5
Agriculture et agro-alimentaire	4865	5046	-181	-3,6
Industrie alimenatire	2371	2375	-4	-0,2
Pêche, aquaculture	432	449	-17	-3,8
Agriculture, sylviculture, chasse	2010	2179	-169	-7,8
Autres	2219	2041	+178	+8,7
Total	**20274**	**19464**	**+810**	**+4,2**

Tous les chiffres du tableau sont provisoires.
* Chiffres communiqués par l'OCP.

Source : http://www.medias24.com/MAROC/ECONOMIE/ECONOMIE/170926-Balance-commerciale.-En-janvier-les-phosphates-sauvent-les-exportations.html

La littérature économique enseigne que l'accumulation du capital physique par les efforts d'investissement assure une croissance économique à long terme. Théoriquement, la croissance économique est favorisée par une hausse de la productivité globale des facteurs. Cet effet positif se produit lorsque la croissance générée est plus que proportionnelle à l'accumulation du capital composée des investissements et des IDE. Au Maroc, le taux d'investissement est passé de 22 % du PIB en moyenne pendant la décennie 90 à plus de 30 % en 2012. Sur la période 1980-2010, la majeure partie de la croissance du PIB réel marocain est expliquée par l'accumulation du capital (45 %) et celle du travail (40 %).

Cependant, au Maroc, l'accumulation du capital n'engendre pas une augmentation suffisante de la productivité à cause d'une certaine faiblesse des innovations. Depuis le début de la décennie 2000, plus de la moitié des investissements a concerné le secteur du bâtiment et des travaux publics. Une part importante était dédiée à la construction de logements avec un effet du multiplicateur keynésien[8] relativement limité sur le reste de l'économie marocaine. Observons que dans un contexte de faible compétitivité du tissu économique national, ce modèle utilisant la demande interne comme moteur de la croissance commence sérieusement à montrer des signes d'essoufflement.

En somme, les performances de l'économie marocaine depuis la période post-coloniale se sont appuyées sur les dépenses publiques en tant que soutien de la demande interne. Leur trajectoire suit quelque peu celle de la croissance économique.

6.2. Les finances publiques au service du soutien à la demande intérieure

Durant les années 2000, l'État s'est engagé dans une action de désendettement du secteur public en réduisant la dette publique (hors dette extérieure des établissements et entreprises publiques) de 68 % en 2000 à 47 % en 2009. C'était toutefois sans compter avec les chocs extérieurs provoqués par la crise financière internationale de 2008 et le déclenchement du « printemps arabe ». Ces chocs ont obligé les pouvoirs

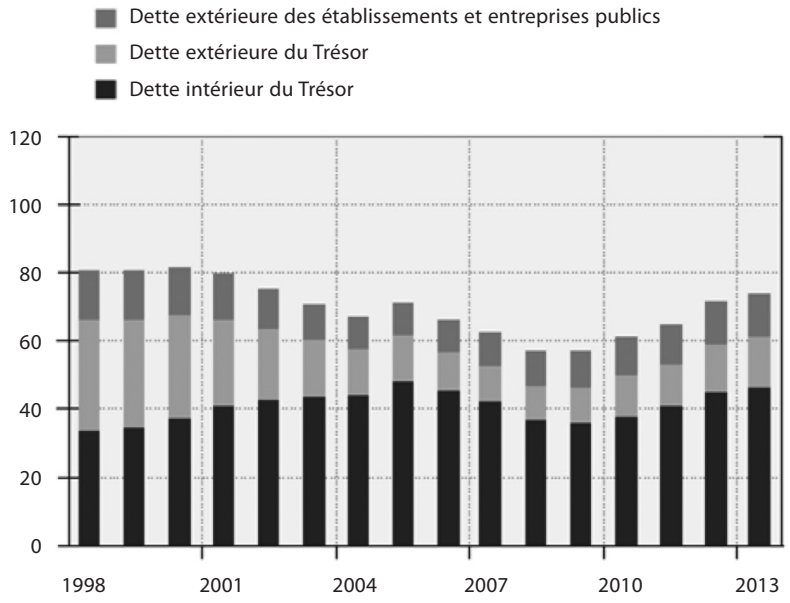
8. Le multiplicateur keynésien suggère l'existence d'une relation entre la variation de la dépense publique et la variation du revenu national qu'elle peut provoquer. En effet, l'augmentation de la dépense publique fait augmenter la demande globale se traduisant par la hausse de la production qui à son tour fera augmenter la demande globale.

publics au maintien des facteurs stimulant la demande interne en vue d'amortir les contestations populaires et d'assurer la stabilité politique et sociale. La conséquence d'une telle politique budgétaire est une hausse de l'endettement public depuis 2009 qui atteint 62 % de la richesse nationale en 2013. Durant cette même période, la dette publique du gouvernement central a progressé de 15 % du PIB (schémas 7, 7a et 7b). La dette extérieure totale du secteur public représente 25 % du PIB, dont 15 % sont attribuables à la dette extérieure du gouvernement central.

Notons par ailleurs que la dette extérieure provient pour 84 % des bailleurs multilatéraux et bilatéraux à des conditions financières concessionnelles finançant principalement des projets socio-économiques et des programmes de réformes structurelles. Le recours au marché financier international sert de complément (16 %), tout en limitant l'effet d'éviction par le prélèvement du Trésor public sur les ressources domestiques.

Schéma 7

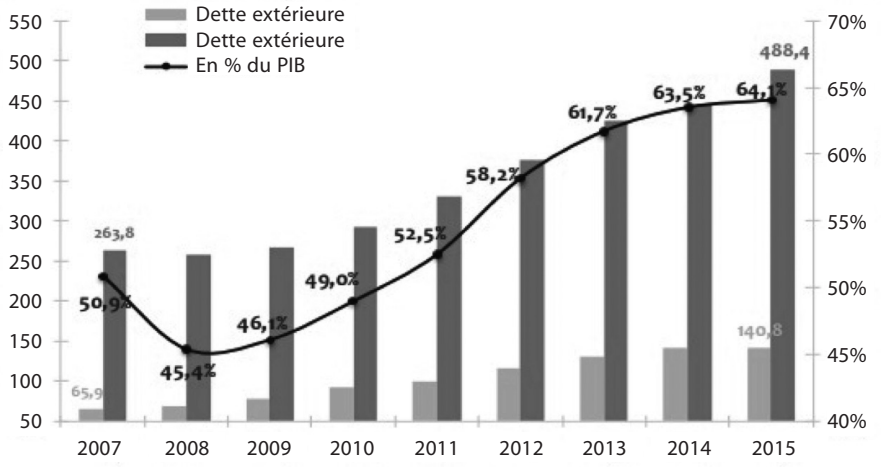
Taux d'endettement public *(en % du PIB)*



Source : Agence française de développement (2014), « Le modèle de croissance marocain : opportunités et vulnérabilités », *Macroéconomie et développement*, n° 14, juin.

Schéma 7 a.

Évolution de l'encours de la dette du Trésor

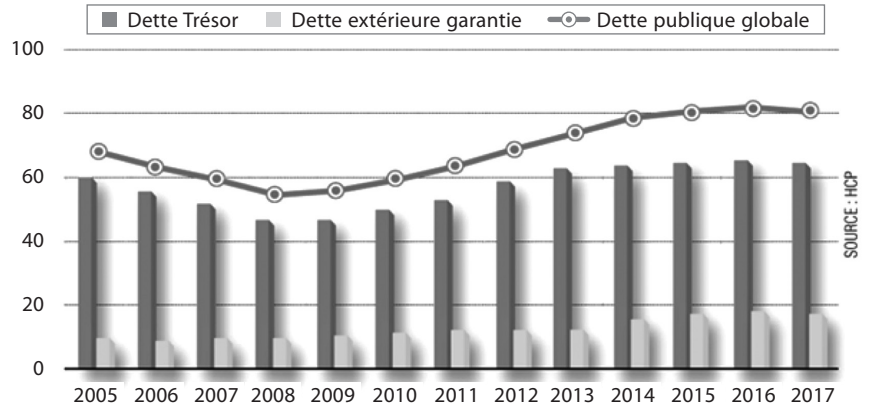


Source : Ministère des Finances 2017.

Schéma 7 b.

Évolution de l'encours de la dette intérieure et extérieure

(en milliards de dollars)



Source : http://www.leseco.ma/decryptages/evenements/54371-emission-obligataire-d-un-milliard-de-dollars-le-ministere-des-finances-dement.html.

Soulignons que les maturités de la dette supérieures à cinq ans (moyen et long terme) représentent 80 % du total de la dette. Cependant, la part de la dette à court terme a augmenté de 14 % à 20 % entre 2011 et 2013.

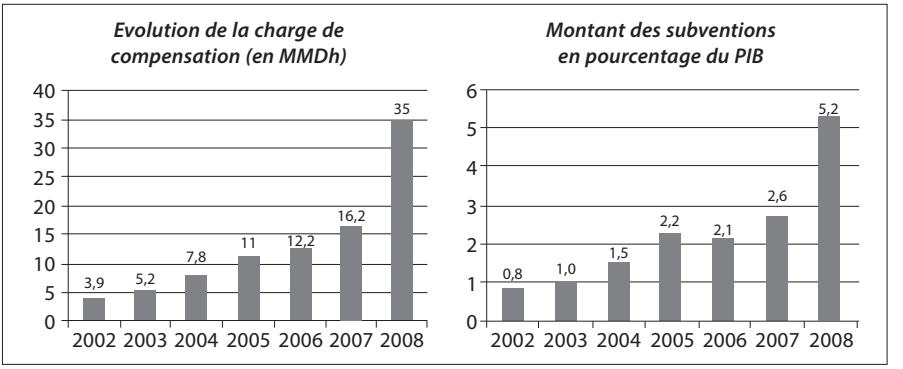
Dans le contexte d'assainissement des finances publiques à l'échelle du monde, avec des conséquences controversées sur les économies, le Maroc n'est pas resté indifférent à la dégradation de sa situation. Les pouvoirs publics ont initié un vaste programme de réduction budgétaire, tout en œuvrant à la consolidation des recettes fiscales. Par ailleurs, le gouvernement a pris à « bras le corps » la question lancinante de la réforme du système de compensation[9] largement (et légitimement) débattue étant données les tensions sociales qu'elle peut entraîner. Il a diligenté, auprès d'universitaires marocains notamment, un rapport sur le l'efficacité et le bien-fondé des dépenses de subventions. Le livre sur la réforme du système de compensation, *Le Maroc solidaire,* rédigé sous la direction de Noureddine El Aoufi (2009) a fait une évaluation du système de subventions en vigueur et a mené une analyse critique du projet de sa réforme. Ce rapport (qui se décline en 5 ambitions, 13 options et 43 actions) restera une importante contribution et une bonne référence sur la problématique de la compensation au Maroc. Selon ses auteurs, le système de compensation doit « avoir pour ambition une double finalité : la réduction des inégalités sociales et l'éradication de la pauvreté ». Cependant, l'État continue à subventionner certains produits de première nécessité comme le gaz butane, le sucre et la farine, etc. Entre 2002 et 2008, les subventions ont connu une hausse vertigineuse, leur montant est passé de 0,8 % à 5,2 % du PIB (schéma 8). Malgré le nouveau système d'indexation des prix et la réforme des subventions, les dépenses liées à la charge de la compensation étaient de 42,7 milliards de dirhams en 2013. Le rabotage des dépenses de fonctionnement mais aussi d'investissement s'est traduit par une réduction du déficit budgétaire de 7,2 % du PIB en 2012 à 4,3 % en 2015.

Il convient d'observer toutefois que cette problématique, concernant le « quotidien vital » d'une frange de la population défavorisée et fragilisée (comme celle touchant au secteur informel de l'économie), mérite une réflexion de fond dépassant le traitement comptable et financier car elle relève d'un choix politique, au sens noble du terme, garant d'une véritable cohésion sociale. La problématique du financement de l'économie marocaine, au cœur de son développement, concerne aussi ses contraintes externes.

9. Pour les pouvoirs publics, la réforme du système de subvention est justifiée étant donné son inefficacité : 9 % des subventions vont vers le quintile le plus pauvre de la population contre 43 % vers le quintile le plus riche.

Schéma 8

Évolution de la charge de la compensation



Source : N. El Aoufi (sous la direction), (2009), *Le Maroc solidaire : projet pour une société de confiance*, Rapport sur le système de compensation, Économie critique.

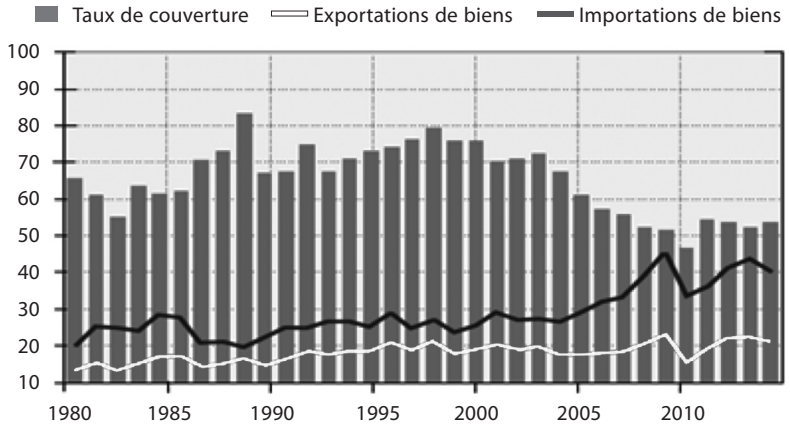
6.3. La détérioration des comptes extérieurs et la faiblesse de l'offre exportable

Depuis l'indépendance du pays, la modernisation de l'économie marocaine devait aussi passer par son ouverture progressive sur l'extérieur. Elle est donc soumise aux variations de la conjoncture internationale depuis les années 80 qui étaient déjà marquées par des déficits courants importants. Par conséquent, le Maroc a subi, depuis la crise financière internationale de 2008, le contrecoup de la baisse de la demande extérieure, en provenance principalement de l'Union européenne qui achète entre 50 % et 60 % des exportations marocaines. En 2012, le solde de la balance des paiements affichait un déficit de 10 % du PIB, contre un excédent moyen de 2,4 % entre 2001 et 2007. Ces résultats font suite à la dégradation à la fois des soldes des balances commerciale et courante.

La dégradation du déficit commercial depuis le début des années 2000 s'explique en partie par la faiblesse historique de la compétitivité du secteur industriel marocain, qui a atteint 20 % du PIB en 2012. Aussi, l'augmentation des importations en biens d'équipement et de consommation, soutenant l'investissement et la consommation des ménages (facteurs internes de la demande) dépasse celle des exportations entraînant une baisse tendancielle du taux de couverture du pays (schémas 9 et 9a). Par exemple, en 2012, la facture pétrolière a représenté 27 % des achats du Maroc à l'étranger.

Schéma 9

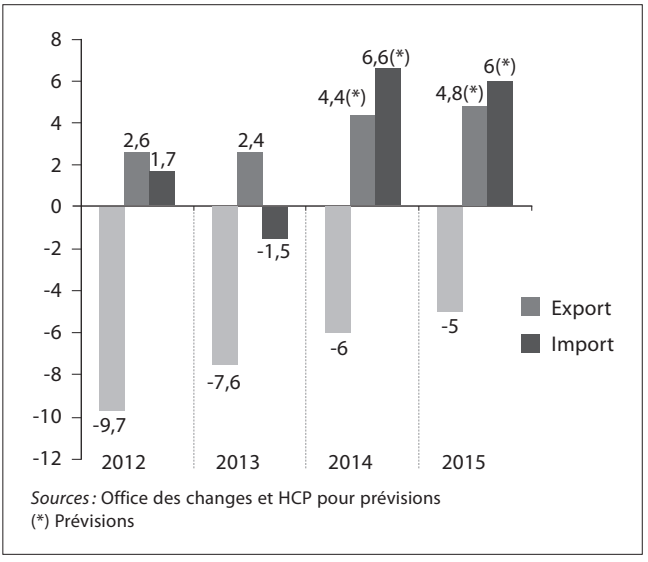
***Exportations et importations** (en % du PIB)*
***Taux de couverture des importations par les exportations** (en %)*



Source : Agence française de développement (2014), « Le modèle de croissance marocain : opportunités et vulnérabilités », *Macroéconomie et développement*, n° 14, juin.

Schéma 9 a

***Balance courante entre 2012 et 2015** (en % du PIB)*



Sources : Office des changes et HCP pour prévisions
(*) Prévisions

Source : http://www.leconomiste.com/article/964143-balance-courante-un-point-de-pib-en-2015

La conséquence de la dégradation des comptes extérieurs du Maroc est une augmentation du besoin de financement externe du pays qui a évolué dans une moyenne de 9 % du PIB depuis 2008 contre seulement 2 % entre 2003 et 2007. Ce besoin de financement externe du Maroc est couvert depuis 2008 à hauteur de 60 % à la fois par l'endettement public et par l'endettement privé.

L'insertion de l'économie marocaine dans l'économie internationale s'est déroulée de manière progressive et relativement prudente, comme en témoigne le contrôle des mouvements de capitaux mettant à l'abri le pays des sorties sporadiques d'argent et une faible exposition aux flux internationaux de portefeuilles. Est-ce que ce répit n'est que de courte durée ? Qu'en sera-t-il avec le passage à un régime de change plus flexible à l'avenir comme annoncé par les autorités monétaires marocaines ?

Les études économiques produites par les institutions marocaines aiment parler d'une certaine résilience de l'économie marocaine du fait de sa capacité à supporter les chocs extérieurs depuis 2008 et à réduire sa dette extérieure depuis les années 2000. Cependant, à partir de l'année 2008, on assiste à une dégradation préoccupante du niveau de la liquidité externe. Début 2009, les réserves de changes couvraient 8 mois d'importations contre 4,2 mois à fin 2013. Elles ont tout de même chuté (en valeur) de 25 % depuis début 2011. Ne perdons pas de vue que ces résultats économiques doivent être mis en relief avec leur impact sur le développement humain.

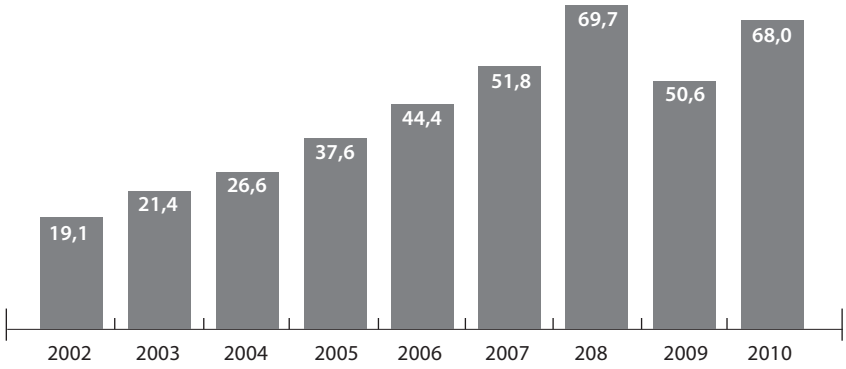
6.4. La problématique du développement humain et de la réduction des inégalités

Les performances économiques réalisées par le Maroc depuis la période postcoloniale doivent être appréciées à l'aune du développement humain de sa population concrétisé par la réduction de la pauvreté et des inégalités et par l'amélioration de son bien-être social. Il est indéniable que le Maroc ait initié, depuis les années 80, des investissements publics d'ampleur dans le développement humain comme l'alimentation, la santé et l'éducation. Les investissements sociaux sont passés de 36 % du budget national en 1994 à 55 % en 2012. Dans le projet de loi de finance 2017, 54 % du budget de l'État est destiné aux secteurs sociaux afin de soutenir le développement humain et l'inclusion économique et sociale. En 2013, la subvention par l'État des produits de base (sucre, huiles alimentaires, par produits pétroliers et gaz butane) a représenté 13% du budget national

(46 milliards de dirhams). Par exemple, la facture pétrolière a augmenté de plus de 100 % entre 2000 et 2008, et la facture énergétique (composée de pétrole brut, gas-oils et fuel-oils) a plus que triplé entre 2002 et 2010 (schémas 10 et 10 a).

Schéma 10

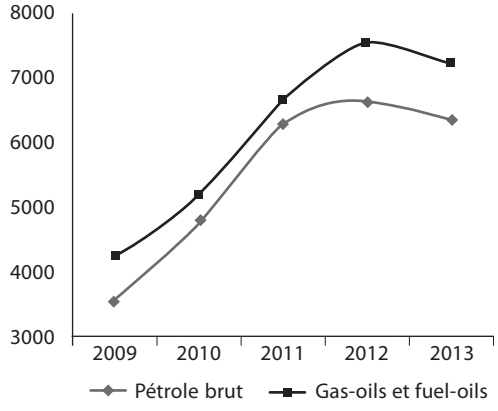
Évolution de la facture énergétique au Maroc *(en milliards dirhams)*



Source : http://www.leseco.ma/economie/2227-facture-energetique-record.html, 19 juillet 2011.

Schéma 10 a

Évolution de la facture énergétique au Maroc *(en dirhams par tonne)*



Source : Office des changes, 2014.

L'État s'est aussi doté d'un outil d'ampleur nationale lancé sur deux périodes (2005-2010 et 2011-2015) ayant pour objectif l'amélioration

des conditions de vie de la population défavorisée. Il s'agit de l'Initiative nationale pour le développement humain (INDH) qui se veut un programme de lutte nationale contre la pauvreté, la précarité et l'exclusion et disposant d'une enveloppe de 3,3 milliards de dollars. Dans la même veine, évoquons le lancement en 2008 du régime d'assistance médicale (Ramed) destiné à la population la plus pauvre, lui permettant de bénéficier d'une couverture médicale et de la gratuité des soins dans les centres de santé et les hôpitaux publics. En août 2016, le Ramed aurait concerné plus de 9,9 millions de bénéficiaires ; plus de 3,8 millions de foyers seraient immatriculés. Mais malgré cette évolution positive, la population est encore loin de l'égalité de l'accès aux soins en milieu urbain et en milieu rural et surtout dans les régions enclavées. A long terme, le Ramed devrait toucher environ 26 % de la population.

Se situant dans la même thématique que l'INDH, la synthèse du rapport général sur le Cinquantenaire de l'Indépendance du Royaume du Maroc (2006) a rendu compte de l'évolution historique du Maroc cinquante ans après son indépendance, en procédant à une évaluation de son parcours sur le plan du développement humain. Cet important rapport a permis de souligner les progrès accomplis, mais aussi les difficultés rencontrées, tout en insistant sur les ruptures et les réformes institutionnelles nécessaires rendant accessibles les ambitions du Maroc à l'horizon 2025. Il restera une référence très riche comportant des données à la fois quantitatives et qualitatives sur l'ensemble des domaines (socio-économiques) concernant le développement humain au Maroc. Ce travail de fond a permis d'initier un grand débat public sur les réalisations et sur les politiques publiques à encourager dans le futur, permettant d'éradiquer la pauvreté et de faire évoluer le Maroc vers un État moderne et prospère. Ce débat a impliqué, en plus des universitaires, d'autres acteurs de la société marocaine.

Selon le Rapport du Cinquantenaire (2006), le taux de la pauvreté relative dépassait les 50 % en 1960. Étant donné la poussée démographique qui a suivi, le nombre absolu des pauvres au Maroc se serait maintenu autour de 5 millions en moyenne dont la grande majorité est constituée de ruraux. Quel constat peut-on faire durant la décennie 2000 ?

Il convient de noter qu'entre 2000 et 2007, la pauvreté (au seuil de pauvreté nationale) a diminué de 15,3 % à 9 % (tableau 3). Cependant, le HCP indiquait qu'en 2007 le taux de vulnérabilité à la pauvreté était

de 18 %, ce qui veut dire qu'une part relativement importante de la population vivait sous la menace de tomber dans la pauvreté absolue.

Tableau 3

Indicateurs socio-économiques du Maroc : évolutions et comparaisons avec plusieurs pays à revenu intermédiaire (PRI)

	Maroc			Egypte	Indonésie	Tunisie	Vietnam	Moyenne PRITI*
	1991	2001	2007	2008	2011	2010	2008	2005-2012
Pauvreté et inégalités								
Coefficient de Gini	39,2	40,6	40,9	30,8	38	36	35,6	41
Taux de pauvreté (seuil national de pauvreté, en % de la population)	n.d.	15,3	9	25,2	12,5	15,5	20,7	n.d.
	1994	2004	2009	2010	2010	2010	2010	2010
Education								
Taux d'alphabétisation des adultes	41,6	52,3	56,1	72	92,6	93,2	77,6	70,6
Population ayant suivi en enseignement secondaire ou supérieur (en % de la population âgée de plus de 25 ans)	n.d.	n.d.	28	51,2	41,4	26,3	37	n.d.

n.d. : non disponible.
* PRITI : Pays é revenu intermédiaire (tranche inférieure).

Source : Agence française de développement (2014), « Le modèle de croissance marocain : opportunités et vulnérabilités », *Macroéconomie et développement*, n° 14, juin.

Dépassant les indicateurs de pauvreté basés sur le revenu, l'Indice du développement humain (IDH)[10] pour le Maroc s'est certes amélioré, passant de 0,351 en 1980 à 0,591 en 2013 (et à 0,617 en 2014), ce qui n'assure toutefois qu'une 130e place sur 187 pays. Au vu du niveau de développement économique du Maroc, ce classement du développement humain demeure très en deçà des espérances. En cause, l'inefficacité historique du système éducatif et de formation et son inadéquation avec le marché de travail. Ce secteur a subi de nombreuses réformes contradictoires et sans résultats probants. Par exemple, le taux d'alphabétisation des adultes (surtout en milieu rural avec un taux de 45 %) reste très faible par rapport à la moyenne relevée dans les pays à revenu intermédiaire (PRI).

De même, le chômage des jeunes est élevé, il se situe autour de 19 % lorsque celui de la moyenne nationale est de 10 %. Le taux de chômage est élevé aussi chez les diplômés des universités (23 %). Il avoisinerait les 50 % dans la tranche d'âge 15-24 ans des diplômés du supérieur, selon la Banque mondiale (2013). Au Maroc, l'inefficacité du système éducatif fait que les études ne protègent pas de la précarité.

10. Définition plus large tenant compte du revenu, de l'espérance de vie et de l'éducation.

Il faut observer que le nombre de personnes sans emploi est bien supérieur aux chiffres « officiels » du chômage, étant donné les cohortes de travailleurs dans le secteur informel aussi bien dans l'agriculture (avec plus du tiers) que dans les emplois familiaux, souvent non rémunérés, et parmi les travailleurs indépendants non déclarés. L'économie marocaine est littéralement « gangrénée » par les activités marchandes informelles. Ces dernières vont des très petites structures non déclarées mais participant significativement à la création de richesse aux marchands de toutes sortes de biens occupant illégalement les trottoirs des voies publiques avec des étalages de fortune[11]. D'après l'enquête menée par le HCP en 2010, le secteur informel compte environ 37 % de l'emploi non agricole en 2007 et représenterait près de 14 % du PIB. Géographiquement, il est prépondérant dans les villes et les secteurs urbains.

Ces acteurs économiques de l'informel sont légitimement en quête d'un revenu (peut-être de subsistance) ; ils se trouvent probablement acculés à ces activités souvent commerciales. Le revenu procuré de cette manière renvoie aussi à une question de financement des besoins vitaux des travailleurs[12] dans l'informel et constitue un défi majeur aux gouvernants. Rappelons que ce phénomène s'est accentué dans le contexte de très forte migration de la campagne vers la ville, commencée au milieu des années 70. Le taux d'urbanisation, qui était de l'ordre de 30 % en 1960, a atteint environ 55 % en 2004 (Mejjati Alami, 2014). Cette situation est aussi due à l'insuffisance de l'État-providence dans la prise en charge des besoins sociaux fondamentaux comme le logement, la santé, les infrastructures de base et l'éducation.

---

11. Il est notoire de constater l'existence d'une sorte de segmentation géographique informelle des espaces, avec des parties occupées par des jeunes (étudiants ou pas) issus de l'Afrique subsaharienne et d'autres emplacements où sont installés les Marocains. Les quartiers occupés souvent illégalement par ces marchands font maintenant partie des lieux d'une sorte de « socialisation » et de promenade à travers l'animation qu'ils créent aussi bien pour les populations locales que pour les touristes étrangers.

12. Ces marchands, squattant certains quartiers et rues des grandes villes du Maroc, sont pour la plupart issus des populations venues des campagnes très faiblement dotées en infrastructures et en confort dans l'habitat, espérant trouver dans la ville de meilleures conditions de vie. Malheureusement, elles se trouvent très souvent acculées à habiter dans des logements insalubres des médinas ou dans des bidonvilles à la périphérie des métropoles. Cela renvoie donc à une problématique d'aménagement des territoires qu'il faudra considérer dans le cadre d'une politique de développement plus globale.

Cette situation n'est pas soutenable à long terme. Elle doit être appréhendée à l'échelle du pays par une politique structurelle permanente d'intégration et d'absorption du secteur informel. La problématique de l'économie informelle reflète bien la situation de l'inégalité subie par une partie importante de la population marocaine, et ce malgré la réduction de la pauvreté absolue au Maroc. D'ailleurs, l'évolution de l'indice de Gini (tableau 1) pour le Maroc indique un accroissement des inégalités de revenu. Les activités du secteur informel non déclarées constituent actuellement une soupape à la cohésion sociale. Néanmoins, cette dernière ne peut être maintenue à long terme que par des investissements suffisamment créateurs de croissance, d'emplois et donc de revenus.

Les investissements dans les énergies renouvelables et le développement durable, initiés ces dernières années par les pouvoirs publics, peuvent-ils apporter une réponse à long terme à ces inégalités par les créations d'emplois qu'ils promettent ou bien relèvent-ils d'un effet de mode ne générant pas les emplois escomptés ?

6.5. Les investissements dans l'économie verte peuvent-ils appuyer l'industrialisation du Maroc ?

En accueillant la COP22 à Marrakech en 2016, le Maroc affiche sa volonté d'insérer l'évolution de son économie dans une approche de développement durable. Le plan d'accélération industrielle à l'horizon 2020 ainsi que les engagements du Maroc dans le financement d'investissements dans l'économie verte sont parmi les politiques volontaristes susceptibles de favoriser la création de nouveaux emplois et une meilleure répartition des richesses en vue de la réduction des inégalités. Néanmoins, cela nécessite également des financements dans la recherche et la formation pour favoriser l'innovation technologique dans ces nouvelles filières vertes. La puissance publique devrait consolider ce domaine à l'exemple de « l'Initiative Maroc Innovation » qui ambitionne de faire progresser le financement de la recherche de 0,8 % du PIB vers 2 % d'ici 2020 ou la création du Fonds de soutien à l'innovation pourvu d'une enveloppe de 380 millions de dirhams. En matière d'innovation, le Maroc a encore du chemin à faire. En 2014, il a été classé à la 84^{e} place sur 143 pays selon l'indice mondial de l'innovation.

En effet, durant les dernières années, le Maroc s'est engagé dans une politique de développement durable[13] en mettant en place une nouvelle stratégie d'industrialisation pour une transformation structurelle s'appuyant sur l'économie verte. A cet effet, il est prévu 20 milliards d'euros d'investissement dans les principaux secteurs de l'économie verte (tableau 4) avec l'espoir de création de 90 000 emplois d'ici 2020.

Il convient de souligner que l'investissement dans les énergies renouvelables requiert un financement d'environ 100 milliards de dirhams. Les montages financiers font appel à des fonds publics et privés d'entreprises nationales et étrangères. Pour cela, la Société publique d'investissement énergétique (SIE) a été créée en 2010 avec un capital de 1 milliard de dirhams en vue de prendre des participations dans les projets d'énergies renouvelables et d'efficacité énergétique. La construction de la première centrale solaire « Noor 1 » à Ouarzazate devant produire 500 MW est prévue pour l'année 2017. Les autres centrales suivront dans la période 2018-2020.

De même, différents projets de parcs éoliens sont en cours de réalisation. Ainsi, la construction du parc éolien de Tarfaya, commencée en 2013 par GDF-Suez avec son partenaire Nareva Holding, prévoit la production d'une puissance de 300 MW, représentant environ 40 % de la capacité éolienne totale du Maroc. Ce programme a permis à l'Office national de l'électricité et de l'eau potable (ONEE) du Maroc de conclure un contrat d'achat d'électricité pendant vingt ans.

Le secteur des énergies renouvelables devrait attirer à l'avenir des investissements colossaux. Il constitue aussi une vision des pouvoirs publics à très long terme. Selon certaines projections, probablement très ambitieuses, le Maroc viserait d'ici une vingtaine d'années une capacité de production d'énergie estimée à 25 000 MW, dont 52 % viendraient des énergies renouvelables avec 20 % de solaire, 20 % d'éolien et 15 % d'hydraulique. Le budget alloué à ce projet pour la période 2020-2030 serait de l'ordre de 140 milliards de dirhams. Désormais, suite à la loi 37-16 (adoptée en 2016), l'Agence marocaine pour l'énergie solaire (MASEN), rebaptisée Moroccan Agency for Sustainable Energy, s'occupant actuellement du solaire, se chargera également dans le futur des autres

13. Il s'agit d'une stratégie nationale de développement durable (SNDD) bâtie autour d'une charte nationale et d'une loi cadre.

énergies renouvelables : l'éolien et l'hydraulique. Elle devient l'acteur principal de toutes les énergies renouvelables.

Tableau 4
Principaux programmes sectoriels mis en œuvre pour promouvoir l'économie verte

Plan solaire (2020)	**Programme éolien intégré (2020)**
• Objectif 2020 : 5 centrales (totalisant 2000 MW), soit 14 % des besoins en énergie électrique • Coût global estimé à 70 milliards de dirhams • Économie annuelle : 1 million de TEP • Émissions évitées : 3,7 millions de tonnes CO_2 par an • Mise en service de la première centrale : 2015	• Objectif 2020 : 2000 MW, soit 14 % de la capacité électrique totale • Coût global estimé : 31,5 milliards de dirhams • 280 MW en exploitation et 720 MW en développement • Économie annuelle : 1,5 million de TEP • Émissions évitées : 5,6 millions tonnes de CO_2 par an • Mise en service du premier parc éolien en 2014
Efficacité énergétique (bâtiment, industrie, transport) 2030	**Programme national d'économie d'eau d'irrigation**
• Objectifs : – économie d'énergie de 12 % (2020) et 15 % (2030) – réduire les émissions de GES de 35 % (transports) – réduire la facture énergétique de 15 % en 2030 (réf. 2008) • Investissement requis : plus de 21 milliards de dirhams • 40 000 emplois (2020) • Cadre réglementaire : – loi 47/09 relative à l'efficacité énergétique (2010) – tarification différenciée (consommation électrique) – code d'efficacité énergétique dans le bâtiment	• Objectif 2030 : économiser jusqu'à 2 milliards de m^3 par an, dont 1,4 milliard de m^3 au niveau des exploitations agricoles • Reconversion en irrigation localisée de 550 000 hectares (2020) • 330 000 hectares équipés en systèmes modernes d'économie d'eau (2013), soit près de 24 % de la superficie totale contre 11 % en 2007 • 37 milliards de dirhams
Programme national des déchets ménagers et assimilés	**Plan national d'assinissement liquide**
Objectifs 2020 : • Taux de collecte DM : 90 % (2020) contre 80 % (2013) • Taux de recyclage : 20 % (2020) • Décharges contrôlées : 100 % en zone urbaine (2025) • Investissement estimé : 37 milliards de dirhams • Plus de 11 000 emplois directs	Objectifs 2020 : • Taux de raccordement au réseau d'assainissement de 80 % (urbain) contre 72 % (2011) • Taux d'épuration des eaux usées urbaines de 60 % contre 24 % (2011) • Traiter jusqu'au niveau tertiaire les eaux usées et les réutiliser à 50 % en 2020 et à 100 % en 2030 • Investissement estimé : 43 milliards de dirhams • Plus de 10 000 emplois directs

Source : Nations Unies, Commission économique pour l'Afrique (2015), « Profil de pays Maroc », mars.

Par ailleurs, le secteur agricole, à travers le Plan Maroc Vert (PMV), est en passe de connaître une nouvelle impulsion en vue d'une amélioration de sa productivité et une meilleure adaptation aux aléas climatiques. Entre 2008 et 2015, la mise en place de plusieurs actions « structurantes » a fait progresser les investissements dans ce secteur de 7 à 13 milliards de

dirhams. De même, le secteur de la pêche poursuit avec dynamisme son Plan de développement « Halieutis » lancé depuis 2009. Dans ce cadre, le Maroc s'est doté le long de son littoral de 22 ports de pêche, de 40 points d'accueil des débarquements de la pêche artisanale et de 22 halles aux poissons pour la commercialisation.

La nouvelle stratégie d'industrialisation s'appuyant notamment sur les investissements dans l'économie verte et le développement durable est une voie prometteuse, pourvu que l'opérationnalisation de ces très ambitieux projets suive et que la question du financement, constituant un défi majeur de l'économie marocaine, ne bride cette politique volontariste à moyen et long terme.

Pour conclure ce chapitre, soulignons que depuis son indépendance, en s'appuyant sur une certaine modernisation, le Maroc a connu incontestablement des transformations structurelles qui lui ont permis d'atteindre un stade de développement plutôt honorable en comparaison avec d'autres pays d'Afrique. Cependant, le niveau d'industrialisation n'est pas à la hauteur des efforts accomplis. La croissance économique est volatile et reste en grande partie dépendante du secteur agricole. De même, les inégalités économiques et sociales « criantes » concernent encore une partie non négligeable de sa population. C'est pourquoi les performances de l'économie marocaine peuvent être qualifiées de « demi-teinte ».

Le chapitre suivant a vocation à analyser les besoins de financement des entreprises à long terme en vue du développement industriel du Maroc.

CHAPITRE 2

Développement industriel : besoins de financement à long terme

Les développements de ce chapitre mettent l'accent sur les bienfaits attendus des réformes de libéralisation financière entreprises par les pouvoirs publics durant la décennie 90 permettant une mobilisation de l'épargne en vue de financer l'industrie marocaine. Sont aussi analysées les portées et les limites des différents plans et programmes de soutien volontaristes mis en place depuis les années 80 par le Maroc pour essayer de rattraper son retard industriel. Le tissu industriel marocain est constitué d'entreprises à très forte prépondérance de PME/TPE connaissant de grandes difficultés de financement.

1. Lien entre finance, croissance et développement économique

Le débat sur le lien entre sphère réelle et sphère financière dans les pays en développement est assez ancien. L'interrogation porte sur l'effet du secteur financier développé sur le développement industriel et donc la croissance économique dans les PVD. A l'instar des pays développés, de nombreux pays en développement, comme le Maroc, ont initié des réformes de déréglementation financière, de libéralisation des taux d'intérêt, de privatisation de banques et d'ouverture de leur secteur financier aux investisseurs étrangers. En effet, la mise en place par ces pays de la politique de libéralisation financière largement recommandée par le FMI et la Banque mondiale devait, en théorie, développer l'intermédiation financière et stimuler l'émergence des marchés financiers en vue de permettre au système financier de mobiliser l'épargne pour l'investissement productif afin de soutenir la croissance économique.

Par ailleurs, le développement d'un secteur financier assure une certaine liquidité des investissements réels, une diversification du risque technologique et permet une meilleure collecte d'informations sur les projets d'investissement, particulièrement dans les PVD où les entreprises ne jouent pas le jeu de la transparence. Selon l'histoire économique des pays, l'existence de secteur financier est liée au développement d'une intermédiation bancaire ou de marchés financiers ou parfois des deux. Selon la prépondérance du type de système financier, il y a des différences notables dans le processus de contrôle des projets d'investissement productif.

Soulignons que le développement des modèles de croissance endogène, durant la décennie 90, a relancé les débats sur le lien entre finance et croissance. S'agissant des PVD, le lien de causalité entre émergence du secteur financier et développement économique est le pendant de la « répression financière » se caractérisant par l'intervention publique dans l'activité des banques et l'administration de taux d'intérêt bas dans ces pays durant la période postcoloniale comme au Maroc. Selon McKinnon (1973) et Shaw (1973), la « répression financière » est un obstacle au développement économique des PVD qu'il convient de supprimer en libéralisant l'intermédiation financière.

Cette répression financière se manifeste par des niveaux de taux d'intérêt nominaux en dessous de celui permettant d'égaliser l'offre et la demande des fonds prêtables, par l'imposition aux banques de réserves obligatoires non rémunérées, par une politique d'encadrement et d'orientation des crédits vers des secteurs ciblés d'activité et par la mise en place d'un contrôle des changes. Ce comportement n'incite pas les agents économiques à détenir des actifs monétaires sous forme de dépôts mobilisables par les banques et peut se traduire par une réduction de l'épargne financière qui a vocation de servir l'investissement. De même, les taux d'intérêt administrés ne permettent pas une allocation optimale des ressources. Le bas niveau des taux d'intérêt peut faciliter l'investissement dans des projets relativement peu rentables. Aussi pour Gurley et Shaw (1960), le coût lié au risque de l'investissement productif se trouve réduit grâce aux innovations financières qu'apporte le développement de la finance, il permet d'accroître le volume de l'épargne disponible. Mais la littérature des années quatre-vingt, avec notamment Stiglitz et Weiss (1981), a dépassé les hypothèses de la concurrence pure et parfaite dans l'analyse des mécanismes théoriques liant finance et croissance, en tenant

compte des asymétries d'information et des coûts de transaction. Levine (1997) considère que les services financiers procurés par les intermédiaires financiers, en permettant l'accumulation du capital et en augmentant la productivité des facteurs, peuvent favoriser la croissance économique (schéma 11).

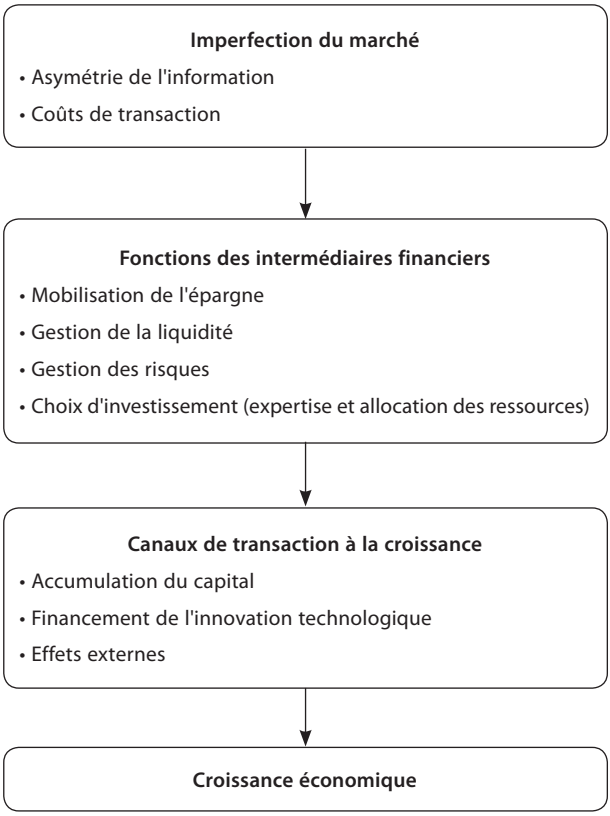
De ce fait, les économistes libéraux ont recommandé aux PVD comme le Maroc de libéraliser le secteur financier par la hausse des taux d'intérêt réels rémunérant les dépôts bancaires, par l'offre de plus d'instruments d'épargne pour favoriser l'accumulation de celle-ci. Ces réformes de libéralisation avaient pour objectif de développer l'intermédiation bancaire et de faire émerger les marchés financiers en vue d'une réduction des frais d'intermédiation (entre prêteurs et emprunteurs), d'une plus grande diversification des risques et par conséquent d'un financement plus facile des emprunteurs.

Cependant, les résultats d'un certain nombre d'études empiriques entre 1960 et 1990 sur le lien entre finance et croissance, sur données en coupes transversales par pays, sont controversés. Le niveau de bas taux d'intérêt réel utilisé comme proxy de la répression financière n'apparaît pas comme un frein à la croissance économique dans un certain nombre de pays. Exprimés en pourcentage du PIB, la masse monétaire ou les encours de crédits semblent impacter positivement la croissance économique dans les pays de l'OCDE. En revanche, les indicateurs de capitalisation boursière ou les émissions d'obligation impactent négativement ces mêmes pays. De même, dans certains pays, la croissance économique peut entraîner le développement des marchés financiers sans remettre en cause la causalité inverse (Amable, 1995).

A propos de la relation finance/développement et finance/croissance, Bencivenga et Smith (1992) mettent l'accent sur le rôle des banques dans la mise en place d'une intermédiation financière pendant la première révolution industrielle pour les pays développés et dans le cas du Japon et de l'Allemagne après la Seconde Guerre mondiale. Les mesures de libéralisation financière mises en place en Corée du Sud et à Taïwan durant les années soixante se sont traduites par un accroissement des dépôts bancaires et de la croissance économique. Par contre, des réformes de même nature expérimentées en Argentine, au Chili et en Uruguay à la fin des années 70 et aux Philippines et en Turquie dans les années 80 n'ont pas eu les effets escomptés sur la croissance économique (Khemakhem, 2013).

Schéma 11

Relation entre finance et croissance économique



Source : M.A. Khemakhem (2013), « Développement des systèmes financiers et croissance économique : cas des pays en voie de développement », *Revue européenne du droit social*, vol. XVIII, n° 1.

Par ailleurs, les économistes du développement ne pensent pas tous que la répression financière soit défavorable au développement. Les « structuralistes » (Taylor, 1983), par exemple, considèrent que l'apparition d'un secteur financier informel (tel que les tontines) à côté du secteur formel facilite l'ajustement entre offre et demande de crédit. De leur côté, Roubini et Sala-I-Martin (1992) avancent que la répression financière peut faciliter le financement des déficits publics. Il y aurait donc une dose optimale de répression financière pour certains pays monétisant leur déficit public.

Tableau 5

Lien entre système financier et développement

Une stilisation des sysèmes financiers			
	Banque universelle	**Banque**	**Marché**
	Allemagne, Suisse, Autriche, Espagne	**France, Italie, Scandinavie**	**Etats-Unis, Royaume-Uni**
Rôle du secteur public, régulation	Interventionnisme, objectifs maroéconomiques de la banque centrale, pas de protection, mais bârrières « systémiques » à l'entrée	Interventionnisme, moins d'attention à la concurrence, plus de mesures directes (encadrement du crédit), la régulation protège de la concurrence étrangère	Idéologie fondée sur le marché, régulation micro-économique sauvegardant la concurrence. Très ouvert à la concurrence étrangère
Nombre de banques importantes	Petit		Grand
Relations de logn terme entre les banques et les entreprises	Extensives, rôle clé de la banque comme créditeur et actionnaire	Variables, les banques spécialisées d'investissement ne remplissent pas toutes les tâches des banques universelles	Limitées, séparation entre propriété et contrôle
Intensité de la concurrence entre les banques et les marchés financiers	Faible	Faible	Considérable
Interactions entre les intermédiaires et les marchés financiers	Limitées	Limitées	Extensives
Nombre d'entreprises cotées en bourse	Petit	Petit	Elevé
Marchés dérivés (options et futures)	Illiquides	Illiquides	Liquides
Information disponible sur les entreprises cotées en bourse	Système développé d'informations privées (banques = initiés)	Plus d'informations privées, marchés moins transparents	Fortes exigences d'information du public, rôle des agences de notation
Conflits d'intérêts	Conflits potentiels flagrants, dispositions légales peu sévères	Possibles, dispositions légales peu sévères	Possibles, mais traités comme délits
Résolutions des conflits	Réglements judiciaires rares	Contrats implicites, résolution des conflits par négociations	Contrats explicites, rôles des tribunaux (réglement judiciaire) et coûts associés
Contrôle des entreprises	Voice : relation de long terme et contrôle strict par statut d'actionnaire et de créancier	Exit et voice, la banque contôle mais garde un statut de créancier (peut se retirer)	Par marché boursier (OPA), et la sanction ultime (exit) des actionnaires
Horizon temorel du contrôle	Relation de performances de long terme	Horizon de court-moyen terme	Performance de court terme fondée sur le « coup par coup »
Economies d'échelle	Economies inernes et au niveau du marché	Economies internes	Au niveau du marché
Type d'innovations financières	Forte innovation de procédé, innovation de produit freinée par moindre pression concurrentielle et par insuffisant développement du marché des valeurs mobilières	Idem banque universelle	Forte innovation de produits
Ratio dette / fonds propres des grandes firmes	Elevé	Elevé	Faible
Marché du contrôle des entreprises (OPA)	Non	Oui	Oui
Innovation	Forte innovation de « procédé ». L'innovation de produits financiers est freinée par la moindre pression concurrentielle et par le faible développement du marché des valeurs mobilières	Mixte. Barrières à l'entrée par la réglementation et le réseau d'agences	Forte innovation de produits financiers. Faibles barrières à l'entrée
Ouverture internationale	Pas de protection par réglementation mais une protection effective du système	La réglementation protège de la concurrence étrangère	Très ouvert.

Source : B. Amable, J.B. Chatelain (1995), « Efficacité des systèmes financiers et développement économique », *Economie internationale*, n° 61, 1er trimestre

Il convient de souligner que la rupture avec les hypothèses de la concurrence pure et parfaite au début des années quatre-vingt a permis de reconsidérer le corpus théorique de la libéralisation financière. En effet, l'incomplétude et l'imperfection des marchés pour cause d'asymétries d'informationnelles pourront se traduire par un impact négatif sur l'investissement des entreprises et sur la croissance économique. L'existence d'un coût fixe supporté par des intermédiaires dans l'évaluation de la qualité des entrepreneurs hétérogènes fait qu'en dessous d'un certain seuil de développement la fonction de ces intermédiaires ne permet pas de stimuler la croissance. Les entreprises qui privilégient l'autofinancement et les fonds propres dans une structure financière optimale étant donnée l'asymétrie d'information pourront développer une accumulation favorable au taux de croissance. La croissance peut aussi être déterminée par la distribution des revenus.

L'étude de la relation entre finance, croissance et développement renvoie également à la forme de l'intermédiation soit par les banques, soit par le marché des titres (actions et obligations notamment), soit un dosage entre les deux, à un moment où les PVD doivent consolider leur libéralisation financière. Ces deux formes d'intermédiation divergent sur le contrôle des entreprises et la gestion des risques (tableau 5). Le Maroc affiche la volonté d'une stratégie de complémentarité entre les deux formes. Il cherche à consolider le développement d'un système bancaire performant tout en multipliant les initiatives et les incitations à l'égard des PME notamment pour accéder aux marchés des titres dans leur financement.

2. Libéralisation financière mais persistance des freins institutionnels au développement industriel du Maroc

Depuis l'indépendance du Maroc, on ne peut dissocier l'évolution de la politique industrielle de sa relation avec la dynamique institutionnelle menée par les pouvoirs publics. Dans ses recherches doctorales, Anass Mahfoudi (2015) a identifié trois sous-périodes historiques[14] correspondant

14. Période de 1956 à 1977 : « volontarisme industriel et rejet des avantages comparatifs » ; période de 1978 à 2003 : « inflexion libérale » ; période de 2004 à 2009 : « contestation des marchés occidentaux » et insertion de l'entreprise marocaine dans la mondialisation.

à des plans relativement « homogènes » de l'action publique en matière d'industrialisation, en lien étroit avec le contexte institutionnel du Maroc.

Le développement de l'industrie dépend fondamentalement du cadre institutionnel et environnemental – la fiscalité, la réglementation, le système bancaire et le marché financier – dans lequel évoluent les entreprises. Selon la typologie de Charreaux (2002), (distinguant trois sortes de société : managériale, contrôlée et familiale), les entreprises industrielles marocaines font encore partie des sociétés familiales, structures ne facilitant pas suffisamment le développement de la fonction financière.

Aussi, le programme de recherche *Made in Morocco* (MIM), initié par l'Académie Hassan II des Sciences et Techniques en 2012, visant à déterminer les causes de la faible attractivité des produits fabriqués au Maroc, s'appuie sur une typologie assez fine de l'échantillon des entreprises enquêtées.

Soulignons que la fiscalité, considérée comme un élément de l'évolution institutionnelle au Maroc, peut favoriser l'endettement comme source de financement, à travers l'effet de levier de l'emprunt. Ce cadre institutionnel a été réformé afin de favoriser la palette des instruments financiers mis à la disposition des entreprises industrielles par le système financier du pays pour financer leurs investissements à long terme.

La problématique sur le financement des PME industrielles marocaines tourne depuis longtemps autour de leur insuffisance en fonds propres et de leur difficulté à accéder aux marchés de capitaux. Les années 80 ont été marquées par un rationnement des crédits dont le coût était quasiment imposé par les établissements bancaires. Le financement des entreprises se faisait principalement à court terme par la seule source bancaire. Le système bancaire avait une offre de crédit assez limitée et était surtout très peu concurrentiel dans ses tarifs.

Du point de vue théorique, la relation qui lie l'entreprise marocaine à sa banque peut se lire par le prisme du modèle d'agence. Dès lors que cette relation peut s'interpréter comme celle d'un contrat, la faible capacité de l'entreprise à fournir les informations sur ses projets économiques, affectant donc sa crédibilité, engendre une augmentation du coût d'agence à travers des taux d'intérêt plus élevés. A l'extrême, cette situation peut même déboucher sur un refus de financement (rupture de contrat).

Selon la théorie néolibérale, l'intervention de l'État et les restrictions imposées dans le fonctionnement du marché financier après l'indépendance du Maroc durant les décennies 60 et 70 étaient de nature à freiner l'épargne, engendrer un rationnement du crédit bancaire et *in fine* empêcher l'allocation optimale des capitaux à destination des entreprises. Au début des années 70, les économistes McKinnon et Shaw (1973) ont qualifié cette situation de répression financière. Pour ces deux économistes, la libéralisation financière fortement recommandée au Maroc par les deux PAS du FMI (de 1983 à 1993) passant par celle des taux d'intérêt, en rendant l'épargne plus attractive, devrait stimuler l'investissement en abaissant les contraintes de crédit. Dans ces conditions le crédit est affecté, rationnellement, selon la rentabilité économique attendue des projets d'investissement.

Les réformes institutionnelles commencées durant les décennies 80 et 90 avaient fondamentalement pour but de favoriser la dynamisation de la concurrence dans le secteur financier, notamment par l'accélération du processus de décloisonnement des marchés, par une décentralisation des réseaux et par l'introduction de normes de sécurité conformes aux règles internationales.

Aussi, l'évolution institutionnelle du marché du crédit, permise par un processus de réformes, avait pour objectif l'amélioration des conditions de financement des entreprises. Le Maroc a réalisé d'importants progrès sur son secteur financier par le déplafonnement des taux d'intérêt, la suppression de l'encadrement des crédits et une réglementation plus favorable sur les dépôts. Le cadre juridique de l'environnement financier a cheminé vers une plus importante libéralisation afin d'améliorer l'efficience du système bancaire, notamment par la réduction des coûts de financement des entreprises.

En parallèle de la libéralisation financière, l'une des importantes réformes institutionnelles fut la promulgation de la loi bancaire en 1993 qui visait l'unification du cadre et du dispositif juridique pour l'ensemble des établissements bancaires et financiers du Royaume, tout en favorisant une plus grande concertation entre ces derniers et Bank Al-Maghrib. Cette loi bancaire avait aussi pour objectif le renforcement de la protection des déposants et des emprunteurs.

L'autre réforme institutionnelle phare a concerné la privatisation de la Bourse des valeurs de Casablanca qui a changé, en 1993, son statut d'établissement public en société de droit privé. Aussi, pour renforcer la

transparence, la sécurité du marché financier marocain et sa crédibilité internationale (afin de rehausser la confiance des investisseurs locaux et étrangers), la réforme institutionnelle de la bourse a été complétée par la création du Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM).

Le train des réformes et de la libéralisation financière a concerné également la politique monétaire du Maroc. Les taux d'intérêt aussi bien débiteurs que créditeurs étaient administrés par les autorités monétaires de la période postcoloniale jusqu'à la mise en place du PAS en 1983. Ils étaient rigides et ne correspondaient pas aux taux du marché. Les commissions bancaires facturées à la clientèle étaient, elles aussi, réglementées. Étant donné le niveau d'inflation de l'époque, les placements monétaires avaient des rendements négatifs, ce qui n'incitait pas à l'épargne et limitait donc les fonds pour l'investissement industriel. L'insertion du Maroc dans l'économie internationale, fortement recommandée par le FMI à partir de 1983, devait nécessairement s'accompagner de réformes plutôt progressives entre 1985 et 1990 pour faire évoluer les taux d'intérêt vers ceux pratiqués à l'international. L'objectif était de rendre positifs les rendements réels des placements, permettant ainsi une meilleure mobilisation de l'épargne nationale pour favoriser l'investissement industriel.

La volonté des pouvoirs publics d'accélérer les réformes institutionnelles s'est traduite par une plus importante libéralisation bancaire et financière au début de la décennie 90. Celle-ci a concerné la suppression graduelle des emplois obligatoires des fonds (achat de bons du Trésor notamment) par les banques commerciales et le désencadrement du crédit. Les autorités monétaires ont affiché leur volonté de sortir des financements par réescompte. Le législateur a soumis les organismes financiers spécialisés à la surveillance et au contrôle de Bank Al-Maghrib. Ces organismes comptaient, notamment, la Banque nationale pour le développement économique (BNDE, industrie), la Caisse nationale du crédit agricole (CNCA, l'agriculture), le Crédit immobilier et hôtelier (CIH, immobilier et hôtellerie) et le Crédit populaire (CP, industrie et artisanat).

La politique néolibérale recommandée dans le PAS théorisait que la libéralisation financière devant concerner le comportement des intermédiaires financiers et consacrer le rôle du marché à la place de l'intervention de l'État allait permettre une plus grande autonomie dans la conduite de la politique monétaire du Maroc. A cet effet, dans ce train de réformes et de libéralisation progressive, les autorités monétaires ont

désencadré les taux d'intérêt créditeurs dès l'été 1990 puis, à l'automne de la même année, les taux débiteurs. En réalité, la libéralisation des taux d'intérêt n'allait être opérationnelle qu'au début de 1996, avec l'arrêt des taux débiteurs fixes dont bénéficiaient certains crédits considérés comme stratégiques par les pouvoirs publics.

Les réformes institutionnelles néolibérales ont touché aussi l'évolution de la politique de change, en cohérence avec l'ouverture de l'économie marocaine sur l'extérieur. Le Maroc a instauré depuis 1993 la convertibilité du dirham pour les opérations courantes (adhésion aux obligations de l'article VIII du FMI). De même, depuis 1996, la libéralisation progressive du régime des changes s'est traduite par l'ouverture du marché des changes et la fin du monopole de BAM dans la cotation du dirham et aussi, de façon partielle, dans la gestion des avoirs en devises.

S'agissant de la perspective du ciblage de l'inflation visée par la banque centrale Bank Al-Maghrib (BAM), le fait que celui-ci ait été mis en place dans bon nombre de pays ne doit pas faire oublier les à-coups qu'il peut entraîner dans la production et la croissance, en plus des difficultés liées à la fixation de la cible ou d'une fourchette-cible d'inflation à atteindre. De plus, l'importance au Maroc de l'informel et de ses conséquences sur les liquidités échappant au circuit bancaire rend très difficile la construction d'indicateurs économiques fiables.

La problématique de la modernisation des institutions du Maroc s'est invitée également lorsqu'il s'agissait d'accompagner l'insertion de l'économie marocaine dans l'économie mondiale, en vue de stimuler les exportations du Royaume et donc ses investissements industriels. A cet effet, d'importantes mesures ont été prises pour dynamiser le marché des changes et contribuer à l'accroissement des flux de capitaux étrangers. Il est désormais possible aux entreprises de négocier le dénouement de leurs opérations internationales tout en se couvrant contre le risque de change. De même, les banques peuvent coter et exécuter directement entre elles les ordres d'achat et de vente de la clientèle, sans passer par la banque centrale (BAM). Aussi, pour encourager les IDE, l'investisseur étranger a la possibilité de transférer librement le capital investi au Maroc et les revenus correspondants.

Par ailleurs, la poursuite du processus de réformes institutionnelles libérales du secteur financier a débouché en avril 2006 sur la promulgation d'une autre importante loi bancaire, instituant l'autonomie de BAM et modernisant le cadre d'exercice et de contrôle des activités bancaires et

financières. Cette nouvelle réforme, faisant suite aux accords de Bâle II qui s'érigeaient en normes internationales, visait le renforcement de la réglementation prudentielle des banques et établissements financiers. Désormais, l'ensemble des institutions bancaires et para-bancaires, comme la CDG, la Caisse d'épargne nationale, la CCG, la banque offshore et les associations de microcrédit verront leur surveillance renforcée et les exigences comptables augmentées.

L'importante série de réformes de libéralisation financière mise en place par le Maroc depuis son indépendance et dont nous avons synthétisé l'essentiel vise une modernisation institutionnelle du pays. Cependant, il faut souligner que ce train de réformes institutionnelles et la dérégulation du secteur financier à laquelle il a conduit, au lieu d'avoir pour résultat une meilleure allocation des ressources et une baisse du coût de financement, a engendré une concurrence oligopolistique entre les banques sur les taux débiteurs et les garanties demandées aux entreprises.

Schéma 12

Impact des choix institutionnels sur le processus création/destruction des entreprises de transformation sur la période 1989/2008

Contexte institutionnel	Régularités dans la dynamique de création et de destruction des firmes	Impact des choix insititutionnels sur la dynamique observée
1989-1992 : démarrage des réformes institutionnelles dans le cadre du PAS 1994 : signature des accords du GATT à Marrakech	1990-1998 : la dynamique de création est plus importante que celle des destructions. Cet écartement tend à s'amortir progressivement	• Jusqu'à 1995, une « efficience adaptative » des firmes industrielles • A partir de 1995, l'industrie de transformation est plongée dans un climat d'incertitude et de manque de visibilité lié à la nouvelle modalité d'insertion dans l'économie mondiale (suite de la signature des accords du GATT).
2000-2004 : mise en œuvre de plusieurs accords de libre-échange (UE, État-Unis, Turquie, Quadrilatéral arabe)	1999-2005 : le mouvement de destruction est plus important que celui des créations	• Un libre-échange contraignant pour la compétitivité de la firme. Les institutions qui en découlent poussent à la stagnation ou au déclin • Un programme « restreint » pour la mise à niveau de l'entreprise (sélectivité des mesures incitatives)
2006-2008 : Activation par l'État des premières mesures incitatives du plan Émergence	2006-2008 : la dynamique de création redevient plus importante.	• Le plan Émergence tente de redresser les conditions d'efficacité de la firme.

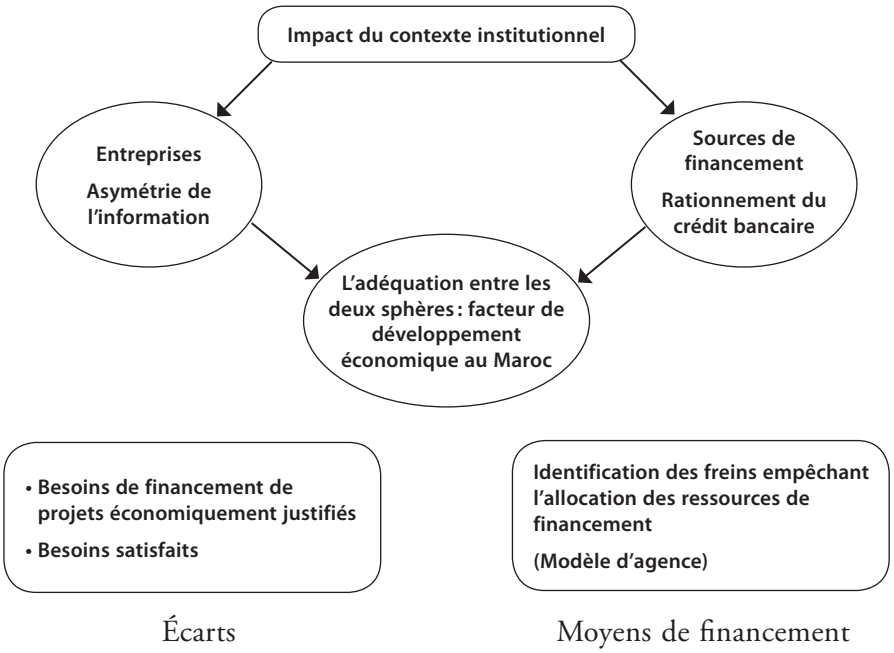
Source : A. Mahfoudi (2015), « Politique industrielle et démographie des entreprises au Maroc : cas des industries de transformation », thèse de doctorat sous la direction de Noureddine El Aoufi, Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales, Agdal, Université Mohammed V de Rabat.

En définitive, malgré les mesures de libéralisation financière, il convient de rappeler que les choix institutionnels du Maroc ont dû très probablement peser sur le processus de création/destruction des entreprises de transformation. Dans sa thèse, Anass Mahfoudi (2015) a établi un rapprochement entre ces deux variables, suggérant une certaine régularité entre le contexte institutionnel et la « démographie » des firmes de transformation (schéma 12).

La persistance des freins institutionnels et l'insuffisance de l'articulation entre les besoins d'investissement des entreprises et leurs sources de financement (matérialisant des formes de distorsion et de rigidité du coût de financement) sont à l'origine du retard accusé dans le décollage de l'industrie et le développement économique du pays (schéma 12 a).

Schéma 12 a

Articulation entre besoins et sources de financement des entreprises marocaines



Source : l'auteur.

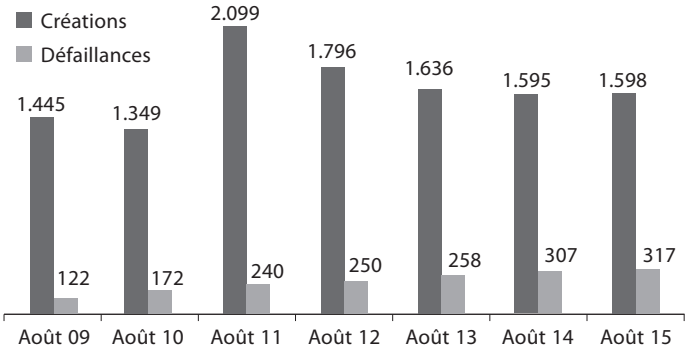
De surcroît, il convient de souligner que le contexte de mondialisation et d'ouverture économique du Maroc sur fond de crise financière internationale depuis 2007 a accentué les difficultés de ses entreprises.

En effet, depuis 2009, les défaillances de ces dernières connaissent une augmentation moyenne de plus de 15 % (schémas 13 et 14). La baisse de leurs chiffres d'affaires, conjuguée à un allongement des délais moyens de paiement, engendre notamment des difficultés de trésorerie.

Ces difficultés portent souvent un coup fatal à la pérennité des TPE et PME qui subissent, en plus, la concurrence déloyale et massive du secteur informel. Sur les huit premiers mois de 2015, les destructions d'entreprise se sont accrues de 22 % par rapport à la même période un an plus tôt. Le dynamisme de la création d'entreprise, en hausse moyenne de 2,8 % par an depuis 2010, ne suffit pas à contrebalancer ces défaillances. Les prévisions pour l'année 2016 avaient placé le Maroc au 3e rang des défaillances d'entreprise sur 13 pays, après le Brésil et la Chine (schéma 14 a).

Schéma 13

Rythme des créations et des destructions d'entreprise au Maroc

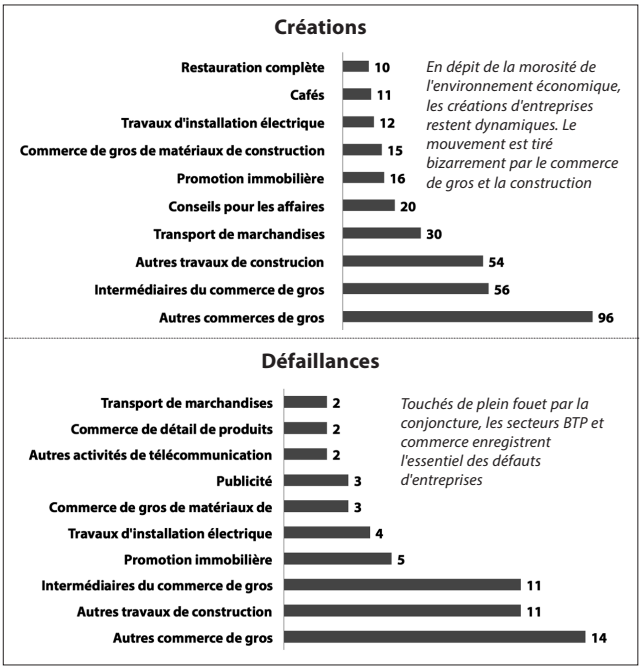


Source : Inforisk, 2015.

Les mutations et les changements intervenus dans l'économie marocaine depuis la décennie 1990 n'ont pas permis aux entreprises d'atteindre le niveau de certains pays en développement ou émergents comparables. Force est de constater que le contexte institutionnel de l'entreprise marocaine, qu'il soit d'ordre général ou financier, est encore marqué par des inefficiences dues notamment aux rigidités du coût du financement des investissements par crédit bancaire. Ces phénomènes persistent malgré les efforts de modernisation, l'ouverture de l'économie marocaine sur l'extérieur et les progrès accomplis en matière de libéralisation financière. Revisitons maintenant les spécificités des entreprises marocaines.

Schéma 14

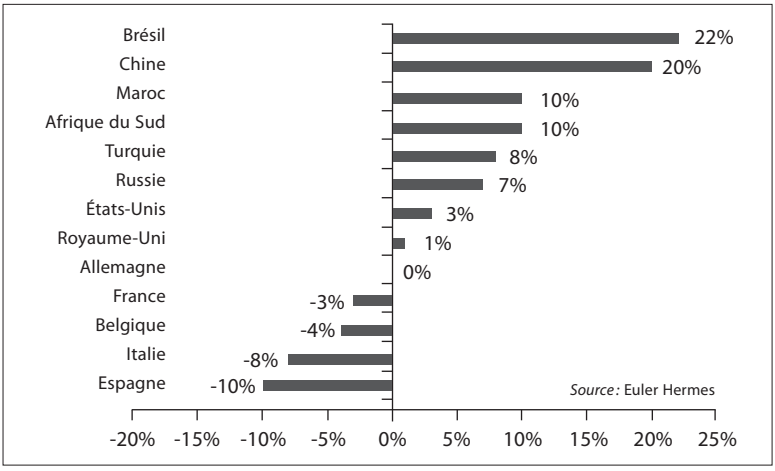
Créations et défaillances d'entreprise par activité. Semaine du 24 au 30 août 2015



Source : Inforisk, 2015.

Schéma 14 a

Prévisions des défaillances pour l'année 2016



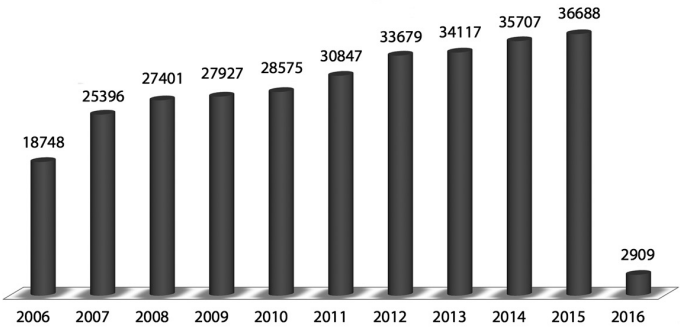
Source : http://www.leconomiste.com/article/997390-defaillances-d-entreprises-l-alerte-maintenue

3. Caractéristiques des entreprises industrielles : prépondérance de la PME-PMI et de la TPE

La PME-PMI est mise à l'honneur dans pratiquement tous les États du monde. Cette catégorie d'entreprise est porteuse d'espoir en matière de reprise économique et de création d'emplois. Au Maroc, toutes branches confondues, les PME-PMI et TPE représenteraient environ 95 % de l'ensemble du tissu productif, 50 % des emplois du secteur privé, 40 % du chiffre d'affaires du secteur industriel et participeraient à environ 20 % du PIB (schémas 15, 16 et 16 a). La TPME contribuerait aussi à 40 % de la valeur ajoutée du secteur privé. Elle serait à l'origine de 30 % des exportations, 40 % de la production et 50 % de l'investissement au Maroc.

Schéma 15

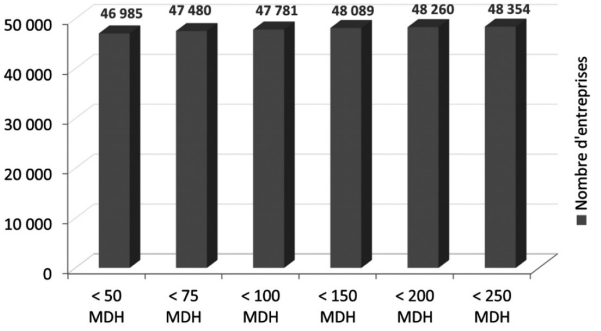
Évolution des créations d'entreprise entre 2006 et 2016



Source : http://aujourdhui.ma/economie/pres-dun-demi-million-dentreprises-au-maroc

Schéma 16

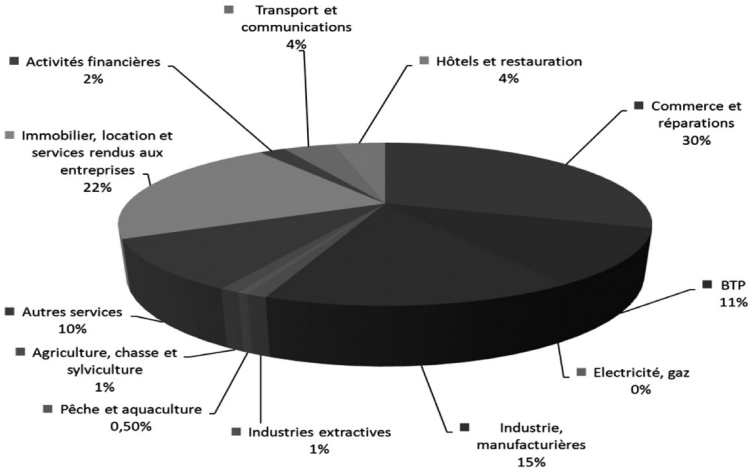
Poids des PME marocaines dans le tissu économique en 2010



Source : Inforisk/OMPIC .

Schéma 16 a

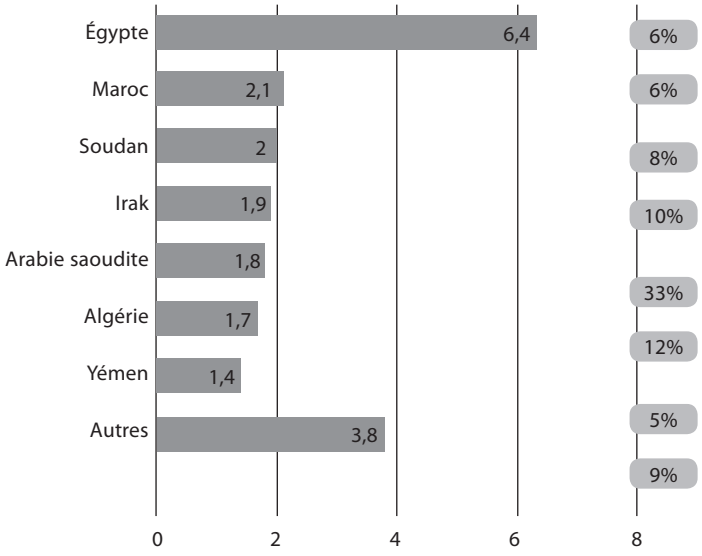
Répartition des PME marocaines par secteur d'activité en 2010



Source : OCDE.

Schéma 17

Nombre d'entreprises (PME /TPE) du secteur formel dans la région MENA *(en millions)*



Source : McKinsey-IFS MSME Data base 2011/IFC.

Plus spécifiquement, les entreprises de très petite taille, appelées micro-entreprises, et les unités de production détenues souvent par des personnes physiques travaillant dans l'informel forment l'essentiel des entreprises au Maroc comme dans la région *Middle East and North Africa* (MENA). D'après une étude de McKinsey (2011) sur la région MENA, les TPE/PME ne représenteraient que 6 % du secteur formel au Maroc (schéma 17).

Les PME marocaines connaissent, dans une large majorité, des caractéristiques structurelles telles que la concentration de la propriété, un taux de mortalité et un degré d'opacité informationnelle relativement élevés. S'agissant du volet financier, elles se caractérisent par la faiblesse des fonds propres, l'absence de financement par les marchés financiers, l'insuffisance de trésorerie, l'importance des concours bancaires et des crédits commerciaux et la collusion entre propriétaire et dirigeant sur le patrimoine (Bengrich, 2006).

Différentes études ont établi que le dirigeant de la PME industrielle marocaine a un comportement très méfiant à l'égard de ses collaborateurs (qui pourraient devenir des concurrents potentiels). Il a tendance à travailler dans l'opacité pour essayer d'atténuer le poids de la fiscalité. Il délègue le moins possible son pouvoir à ses subordonnés, de peur de perdre le contrôle de son entreprise.

Dans bon nombre de PME industrielles marocaines, le dirigeant (qui est souvent le propriétaire) est le principal acteur de l'entreprise assurant son organisation, son animation et sa finalisation ; il veille à la survie de son entité économique. En reprenant la proposition de Marchesnay[15] (1991) sur la classification des dirigeants en fonction de leurs objectifs, l'enquête menée par Bengrich (2006) dans le cadre de sa thèse révèle que la majorité des entreprises de l'échantillon traité (54 entreprises) est gouvernée par des entrepreneurs de type PIC (pérennité, indépendance, croissance) qui poursuivent prioritairement la pérennité de l'entreprise.

Globalement, les PME se caractérisent par la fragilité de leur structure et leur sous-capitalisation. Le capital humain souffre souvent de l'insuffisance de son encadrement, de sa formation et de sa compétence.

---

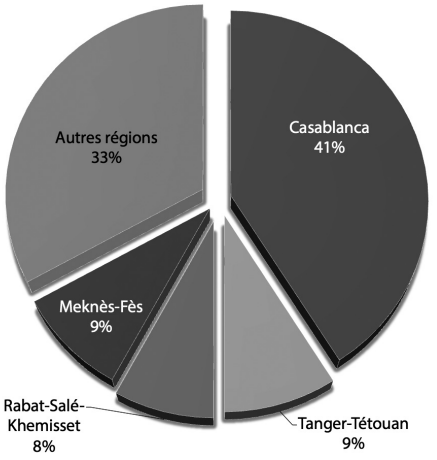
15. Marchesnay (1991) propose trois classes de dirigeants en fonction de leurs objectifs : la poursuite de la pérennité de l'entreprise, la recherche de l'indépendance du capital ou de l'autonomie de décision et, enfin, la recherche de la croissance. Il distingue deux types extrêmes d'entrepreneurs : les PIC (pérennité, indépendance, croissance) et les CAP (croissance, autonomie, pérennité).

La contrainte de financement constitue un défi majeur de leur développement. Les entreprises ont tendance à chercher la survie au lieu de l'innovation. Ces écueils sont le reflet d'une structure et de méthodes de management encore familiales freinant leur développement industriel.

Dans une étude de 1999, la direction de la politique économique générale donne une indication globale sur l'implantation géographique des PME-PMI au Maroc (schéma 18). La ville de Casablanca reste le premier pôle d'implantation de ces entreprises (41 %), suivie par la région Tanger-Tétouan (33 %), créant un déséquilibre par rapport aux autres régions du Royaume. Malgré une succession de plans d'aménagement du territoire, ces disparités régionales et les inégalités socio-économiques qui en découlent ne se sont pas significativement réduites durant les années 2000.

Schéma 18

Implantation des PME-PMI au Maroc en 1999

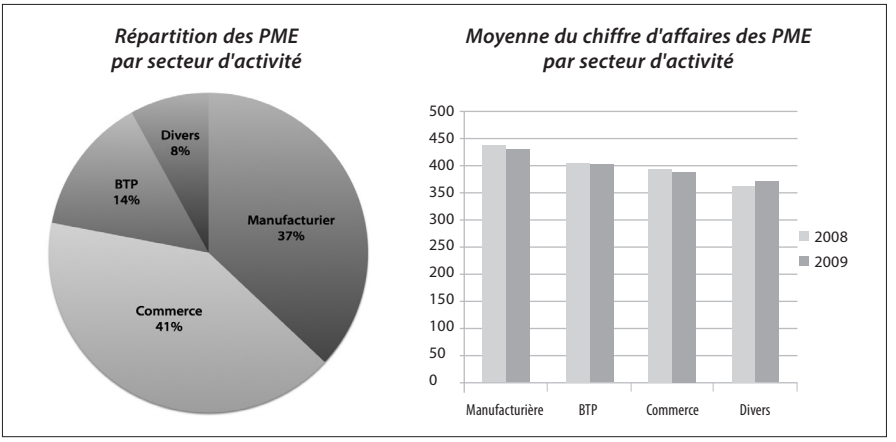


Source : N. Ibn Abdeljalil (1999), « L'entreprise et son environnement », Direction de la politique économique générale in Les PME au Maroc, éclairage et propositions.

D'après une étude du Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM, 2011) en 2009, la répartition d'un échantillon de 120 PME selon le secteur d'activité et le chiffre d'affaires (entre 3 et 75 millions de dirhams) indique que les secteurs manufacturiers et le BTP arrivent en tête en moyenne du chiffre d'affaires (schéma 19). Début 2016, la répartition par secteur d'activité place le BTP en 2e position (schéma 19 a).

Schéma 19

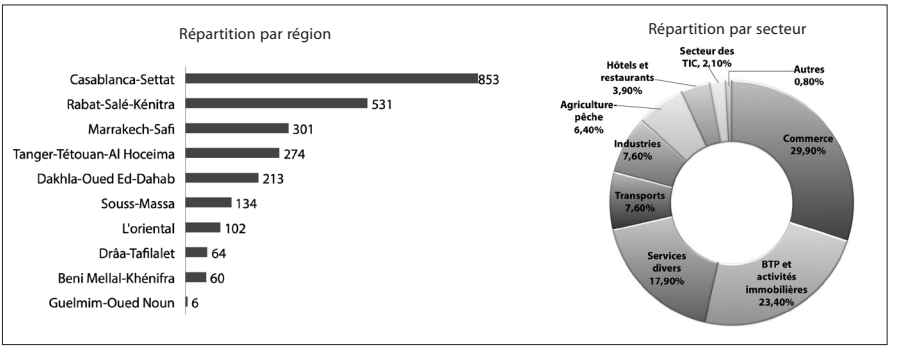
Echantillon de PME par secteur d'activité et chiffre d'affaires



Source : Conseil déontologique des valeurs mobilières (2011), *Le Financement des PME au Maroc*.

Schéma 19 a

Répartition par région et secteur des 2 909 entreprises créées en 2016



Source : http://aujourdhui.ma/economie/pres-dun-demi-million-dentreprises-au-maroc, 2016.

Dans l'industrie manufacturière, la PME[16] représente environ 93 % des entreprises marocaines, avec :

– 78 % de petites entreprises ;
– 15 % de entreprises moyennes ;
– 7 % de grandes entreprises.

16. De moins de 200 salariés permanents d'après le ministère de l'Industrie et du Commerce (2010), Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement. La différentiation entre petites et moyennes entreprises se fait comme suit : de moins de 50 salariés pour les petites et entre 50 et 200 pour les moyennes (ministère de l'Industrie et du Commerce, 2010).
Source : Conseil déontologique des valeurs mobilières (2011), *Le Financement des PME au Maroc*.

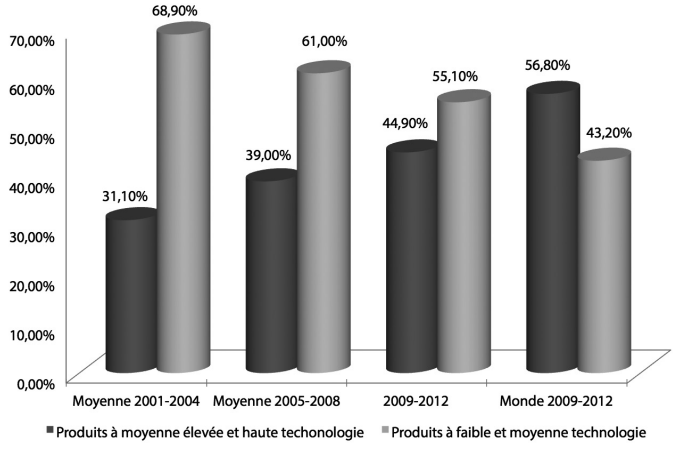
Du fait de cette configuration, toute initiative d'accélération industrielle au Maroc doit être centrée sur la petite et moyenne entreprise, laquelle devrait bénéficier d'un cadre administratif, institutionnel et financier facilitant et favorisant les investissements innovants de long terme. Tel a été l'esprit du Plan national pour l'émergence industrielle (PNEI).

4. Plan national pour l'émergence industrielle

Les réformes intervenues dans l'économie marocaine depuis environ trois décennies n'ont pas permis aux entreprises d'atteindre le niveau industriel de certains pays en développement ou émergents comparables. Après la mise en place du premier Plan Émergence en 2005 (revu en 2009), le Maroc doit poursuivre son processus de réformes et de transformations structurelles lui permettant d'avoir une meilleure insertion dans l'économie mondiale, notamment grâce aux choix de nouvelles spécialisations sectorielles de haute technologie à plus forte valeur ajoutée et à emploi qualifié et hautement qualifié (schéma 20). A ce propos, citons l'exemple des industries automobile, aéronautique et électrique qui ont connu une hausse soutenue de leurs exportations de 15,6 % en moyenne annuelle sur la période 2008-2015 (REF, 2017).

Schéma 20

Structure technologique des exportations manufacturières marocaines



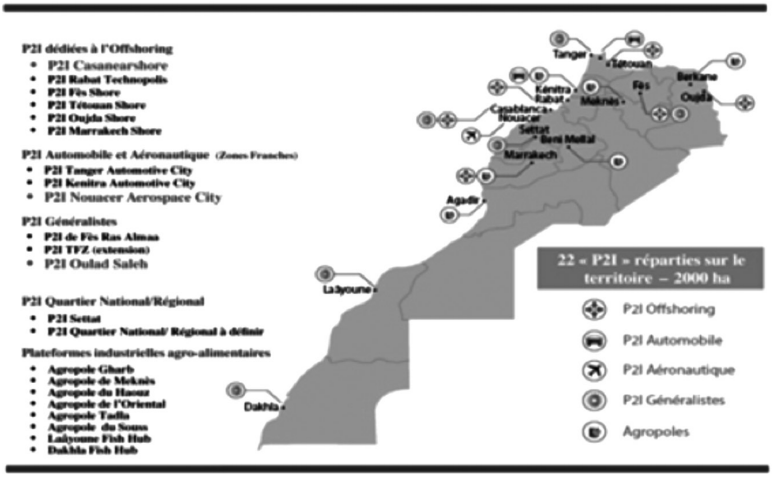
Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), *Rapport économique et financier*, www.finances.gov.ma.

Il convient de souligner que malgré la volonté des pouvoirs publics de promouvoir une croissance inclusive à l'échelle du royaume, les transformations structurelles et sectorielles ne profitent pas de façon homogène au niveau spatial aux différentes régions. Durant la période 2001-2014, en termes de valeur ajoutée moyenne, la région Casablanca-Settat a contribué à hauteur de 26,8 % au PIB (la part la plus élevée) ; les régions de Rabat-Salé-Kénitra 14,8 %, Marrakech-Safi 11,9 % et Fès-Meknès 10,2 %. Ces quatre importantes régions contribuent à hauteur de 63,7 % au PIB marocain (REF, 2017).

Schéma 21

Création de zones industrielles au Maroc

Plateformes industrielles intégrées / Répartition sur le territoire national



Source : Ministère de l'Industrie, du Commerce et des Nouvelles Technologies, 2011.

Prenant conscience du retard accumulé par les entreprises marocaines, les pouvoirs publics multiplient, depuis la présente décennie, les initiatives institutionnelles « volontaristes » afin de favoriser le développement des entreprises industrielles. Ces programmes s'appuient notamment sur la PME[17] fer de lance de l'industrie et de la croissance économique du pays, à l'image du Plan national pour l'émergence industrielle (PNEI). Ce plan

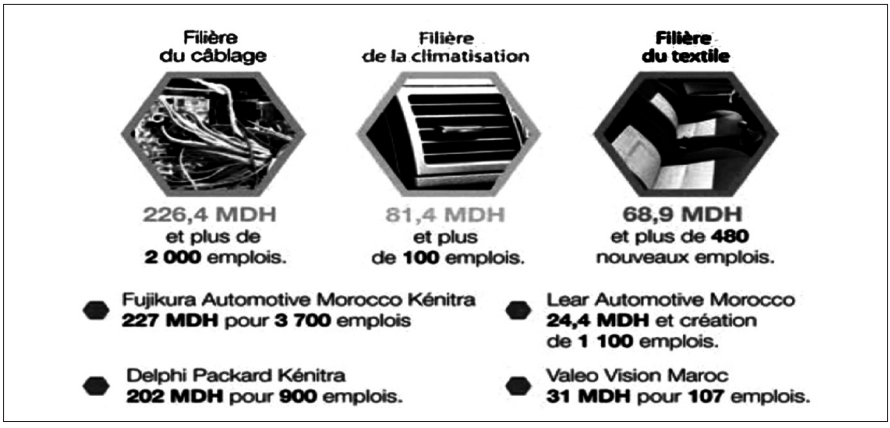
17. La définition de la PME fait débat au Maroc. Cependant, un consensus semble se dégager au sein des pouvoirs publics (entre le ministère de l'Industrie et celui des Finances) définissant la PME comme étant l'entreprise ayant un chiffre d'affaires entre 3 et 175 millions de dirhams.

a aussi pour ambition l'amélioration de l'infrastructure et la création de 22 plateformes industrielles intégrées et de 4 cités PME sur l'ensemble du royaume (schéma 21). Aussi, afin de lever certains freins institutionnels, le pacte (PNEI) a prévu la création d'instituts[18] spécialisés de formation pour atténuer l'absence d'adéquation entre le système éducatif et de formation et les besoins réels des entreprises marocaines.

La création en 2002 du Fonds Hassan II pour le développement économique et social avait pour objectif le soutien de l'investissement industriel privé et l'amélioration des infrastructures au Maroc. Selon l'Agence marocaine de développement des investissements (AMDI, 2014), depuis 2013, le Fonds Hassan II a apporté un soutien financier très important au secteur de l'automobile lui permettant de se hisser au premier rang dans la croissance des exportations en Afrique. Le schéma 22 donne quelques indications chiffrées sur le soutien financier apporté aux secteurs de l'automobile et de l'aéronautique dans certaines zones industrielles intégrées.

Schéma 22

Contribution du Fonds Hassan II aux secteurs de l'automobile et de l'aéronautique



Source : Ministère de l'Industrie, du Commerce et des Nouvelles Technologies, 2014.

Par ailleurs, cherchant à surmonter les difficultés rencontrées par les PME en matière de garanties exigées pour l'obtention de leurs financements bancaires, les pouvoirs publics mettent en place un fonds public-privé

18. Quatre instituts dans le secteur automobile (deux à Tanger, un à Kénitra et un à Casablanca) et un dans l'aéronautique à Nouacer.

pour les accompagner. Le financement, assorti d'un certain nombre de conditions, peut concerner 20 % des besoins des entreprises, voire plus. Il constitue un véritable soutien au développement des PME-PMI. Précisément, il faut s'interroger, dans ce qui suit, sur les besoins de financement à long terme des entreprises marocaines.

5. Besoins de financement à long terme des entreprises marocaines

Toute entreprise doit disposer de capitaux pour ses financements d'exploitation[19] (fonctionnement) et d'investissement (acquisition d'immobilisations). Son cycle d'investissement se réalise sur une longue durée et dépend à la fois du caractère technique de l'activité et de la politique de l'entreprise. En revanche, son cycle d'exploitation demande des ressources plus courtes (dettes à court terme).

La pérennité de l'entreprise l'oblige à envisager à certaines étapes de sa vie des investissements de différentes natures. Économiquement, on distingue les investissements d'expansion, d'amélioration, de renouvellement ou de capacité (ou de productivité). Si l'investissement matériel (machines, entre autres) est nécessaire pour la production, l'investissement immatériel comme la formation du personnel et/ou la recherche-développement devient tout aussi crucial pour l'entreprise marocaine à long terme. Le financement de ces investissements se fait par des ressources à plus long terme.

Le financement bancaire reste au Maroc la source par emprunt la plus utilisée par les PME, particulièrement pour les crédits à court terme. Cela explique la nécessité d'améliorer l'accès des PME marocaines aux financements bancaires notamment. Il s'agit bien d'une préoccupation majeure des pouvoirs publics, de Bank Al Maghrib et des autres instances économiques.

Bien que le marché du crédit soit globalement offreur au Maroc, les PME éprouvent encore des difficultés à trouver les ressources financières nécessaires à leurs investissements et à leur croissance mais également à leur cycle d'exploitation. Le dépassement de ces difficultés passe notamment par l'instauration d'une relation de confiance à long terme entre les

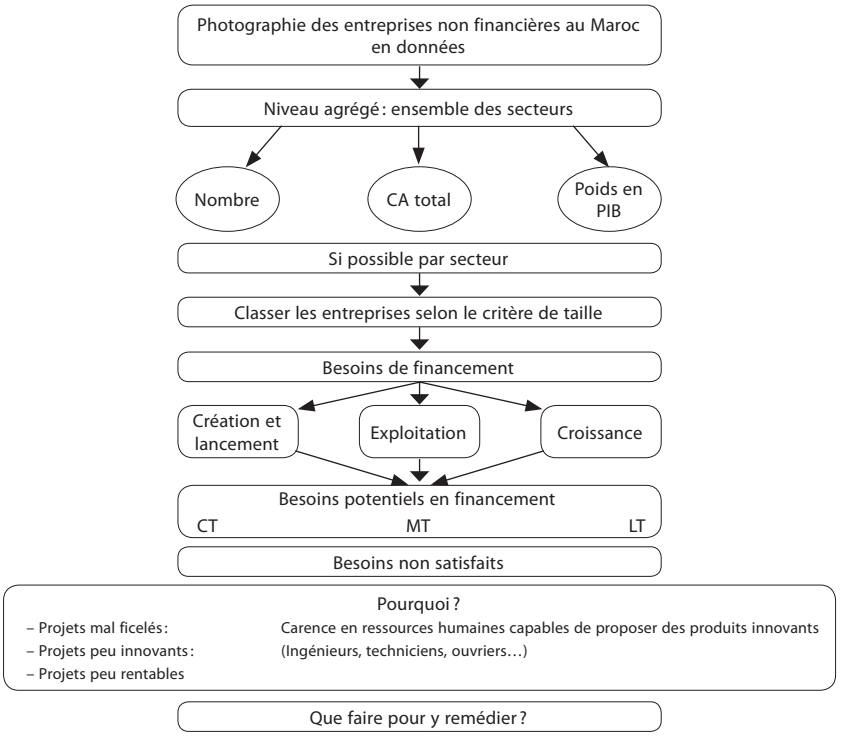
19. Soit par les produits de la vente, soit par les concours bancaires à court terme comme les découverts.

dirigeants des entreprises jouant pleinement le jeu sur l'information et les chargés d'affaires des banques, permettant une meilleure évaluation des projets pour une tarification plus juste du risque pour la banque. L'objectif est d'arriver à une réduction de l'asymétrie d'information et de son corolaire, la politique de rationnement du crédit bancaire.

Rappelons que la taille de l'entreprise est un des éléments déterminants de sa structure financière. Les petites entreprises marocaines ont un pouvoir de négociation plus faible avec les intermédiaires financiers ; cela renchérit le coût de leurs ressources par rapport aux grandes entreprises. En revanche, les grandes entreprises marocaines ont relativement moins de difficultés à se financer.

Schéma 23

Analyse des besoins de financement des entreprises industrielles



Source : l'auteur.

Au Maroc, à côté des grandes entreprises, la PME-PMI, l'entreprise à taille intermédiaire (ETI) et la très petite entreprise (TPE), constituant

l'essentiel du tissu économique marocain, sont un réservoir d'innovations indispensables à l'avenir industriel du pays. Elles doivent disposer d'un financement à long terme pour réaliser des investissements, notamment immatériels, ayant un meilleur retour sur investissement à longue échéance. Depuis la crise financière mondiale de 2007-2008, elles pâtissent, globalement, de l'insuffisance de trésorerie. De plus, elles ont besoin de financements longs pour sortir de ce cycle économique et pouvoir investir à nouveau (schéma 23).

A propos du financement du tissu productif marocain, observons que l'encours des crédits alloués aux PME a augmenté de 6 % en 2013 contre 1 % en 2012. Cette progression est due en partie au système de garantie ayant connu une hausse de 30 % en 2013 par rapport à 2012 (ministère de l'Économie et des Finances, 2015).

6. Dispositifs de soutien du financement public à l'industrie

Etant donné les difficultés de financement rencontrées par les PME-PMI et TPE, les pouvoirs publics (ne pouvant pas accepter la fatalité du retard) lancèrent ces dernières années, *via* l'ANPME (devenue Agence Maroc-PME par la suite) des programmes de subventions et de soutien financiers variés et structurants à l'adresse des petites entités, en particulier envers celles disposant d'un fort potentiel de croissance et de certaines *startups*. La PME fait, désormais, l'objet de toutes les attentions de la part du législateur.

Ces dispositifs touchent différents secteurs économiques (textile, aéronautique, automobile, etc.). Ils visent l'amélioration de pratiquement l'ensemble des domaines commerciaux et/ou industriels de l'entreprise en amont et/ou en aval, devant générer des dizaines de milliards de dirhams de chiffre d'affaires. Ces programmes ciblent : la productivité, la qualité, la commercialisation, le développement des produits, la recherche et l'innovation, la formation au numérique, les réseaux de magasins et l'émergence de leaders nationaux, la transmission et l'acquisition d'entreprises, etc.

L'agrégation des valeurs ajoutées ainsi créées contribuera, en très grande partie, à la croissance économique du pays et à son développement. Les subventions et/ou soutiens financiers, assortis de certaines conditions et plafonnés, vont de 20 % jusqu'à 70 % des besoins des projets de

développement des entreprises en termes de trésorerie, d'investissement et/ou d'exploitation. Ces dispositifs évoluent dans le temps selon les besoins des dizaines, centaines ou milliers d'entreprises marocaines dans un contexte mondial de plus en plus concurrentiel.

Ces programmes ont des intitulés (en arabe) relativement évocateurs, comme les deux programmes-phares Imtiaz et Moussanada (schémas 24 et 25). Après le lancement de ces deux produits, d'autres dispositifs ont été proposés par l'ANPME tels que : Infitah (Infitah pour « Elle », dédié aux femmes chefs d'entreprise), Taswiq, Jawda, Intilak, Tawir, Prestation Technologique Réseau (PTR), Inmaa (Initiative marocaine d'amélioration), Rawaj, etc.

Désormais, l'ANPME (établissement public sous tutelle dédié à la promotion des PME) devient en 2015 l'Agence Maroc-PME, treize ans après sa création. Avec ce changement de nom (pour davantage de visibilité), l'Agence aborde une phase stratégique en octroyant de nouvelles primes à l'investissement à l'horizon 2015-2020 dans le cadre du contrat État-Maroc-PME signé en juillet 2015. Cinq programmes-cibles sont prévus, dont quatre sont dédiés aux TPME, le dernier étant destiné exclusivement aux auto-entrepreneurs. En matière d'aide au financement, l'Agence Maroc-PME peut octroyer deux types de prime à l'investissement : « Imtiaz-Croissance » et « Istitmar-Croissance ».

Schéma 24

Dispositif Imtiaz

Imtiaz : 80 PME devraient générer un chiffre d'affaires additionnel de 25,5 milliards de Dh

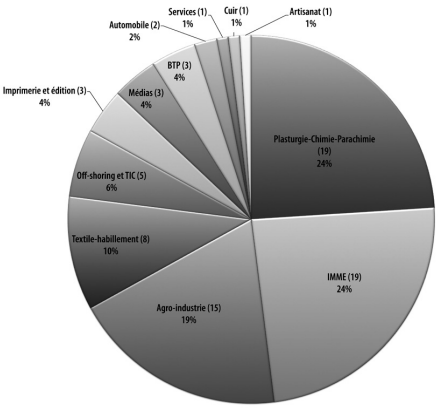
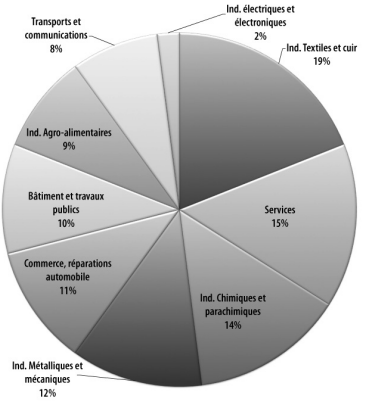


Schéma 25

Dispositif Moussanada

Moussanada : 734 dossiers retenus sur 1 746 candidatures



Source : ANPME, 2012.

L'insertion du Maroc dans une économie mondiale très concurrentielle incite l'Agence Maroc-PME à focaliser ses actions sur les petites entités économiques cherchant, notamment, à encourager le passage de certains entrepreneurs isolés de l'informel (des zones défavorisées) dans le giron officiel (les auto-entrepreneurs).

Désormais, dans le cadre du plan d'accélération industrielle (PAI) à l'horizon 2020, et avec la promulgation du nouveau statut sur l'auto-entrepreneuriat, l'Agence Maroc-PME[20] cible ses actions de soutiens financiers aux PME, aux TPE et à l'auto-entrepreneur[21]. Le financement du PAI se fera par la mobilisation d'un fonds d'investissement public de 20 milliards de dirhams à l'horizon 2020. En 2015, les demandes d'investissements se chiffraient à environ 4 milliards de dirhams (*L'Économiste* du 14/10/2015). Les actions de l'agence concernent trois dimensions : l'entrepreneuriat, la croissance et la productivité.

Par ce PAI, l'État, endossant aussi le rôle d'investisseur, ambitionne d'impulser, à travers notamment l'opérationnalisation des actions stratégiques engagées ou à venir, l'ensemble du secteur industriel marocain. Parmi ces secteurs il y a entre autres : les phosphates et dérivés, le tourisme (développement de l'aérien et du tourisme interne), la logistique (zones logistiques), les télécommunications (extension de l'internet à haut débit), l'eau (construction de barrages, eau potable et assainissement) et les sources énergétiques renouvelables (solaire et éolien). Par exemple, le groupe OCP envisage un investissement de 188 milliards de dirhams à l'horizon 2025 pour renforcer son leadership au niveau mondial (ministère de l'Économie et des Finances, 2015).

Par ailleurs, l'investissement de l'État concerne aussi les secteurs sociaux, comme l'éducation, la santé et l'emploi en vue d'améliorer les conditions de vie des Marocains. Cette amélioration ne manquera pas de produire des effets bénéfiques sur l'économie nationale en termes d'offre de compétences aux entreprises industrielles et de consommation notamment. En 2014, le budget débloqué par l'État aux différents secteurs sociaux était de 54,4 %. Ainsi, dans le cadre de la stratégie sectorielle de la santé

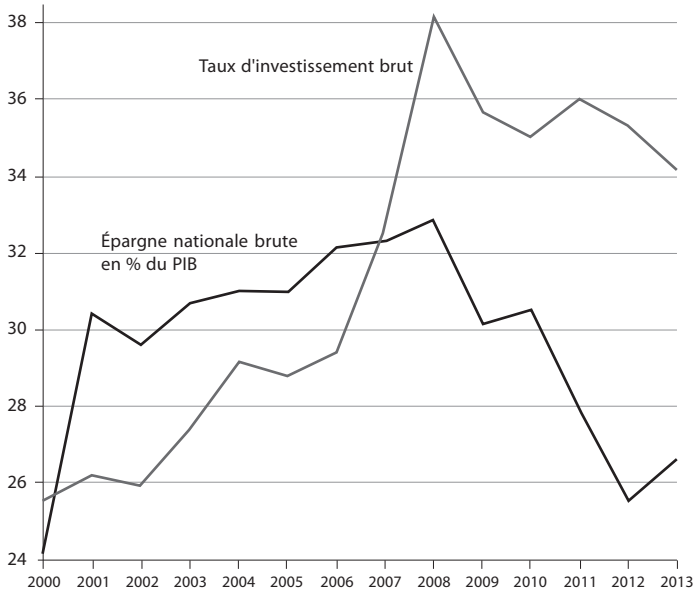
20. L'agence a mis en place en 2015 une Direction de l'entrepreneuriat et de la TPE et une direction du partenariat et de l'agence numérique dont le but est de cheminer vers une dématérialisation de certains services rendus aux entreprises.

21. Le décret d'application des secteurs d'activités éligibles (liste positive) à ce statut était dans « les tuyaux » en 2016.

2012-2016, il faut noter une généralisation de la Couverture médicale de base. A la fin août 2014, environ 7,28 millions de Marocains bénéficiaient du RAMED. Il est à noter que ce train de dispositifs et de mesures témoigne de l'urgence pour le Maroc à mettre en marche les catégories d'entreprises qui forment l'essentiel du tissu économique du pays et qui conditionnent l'évolution de sa macroéconomie.

Schéma 26

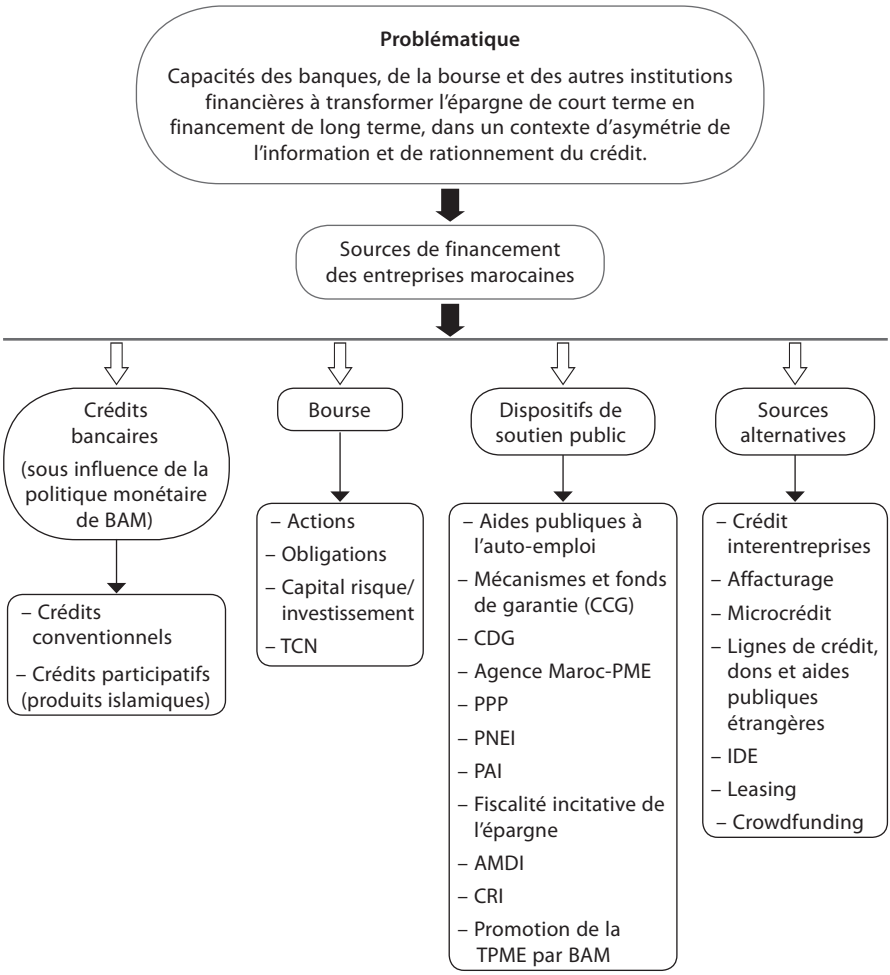
Déséquilibre épargne/investissement au Maroc



Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), *Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques*, Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm

Sur le plan macroéconomique, l'agrégation des besoins de financement des entreprises indique que l'épargne nationale, bien qu'elle soit en nette amélioration depuis la décennie 80, ne couvre pas l'investissement au Maroc. De plus, la contrainte extérieure accentue ce besoin de financement. Les initiatives de ces dernières années en faveur du commerce extérieur n'ont pas permis aux exportations marocaines de couvrir les besoins en importations de l'économie. Malgré la mise en place par les pouvoirs publics de stratégies sectorielles prometteuses et les tentatives d'amélioration du climat des affaires, le déficit commercial était de 22,4 % du PIB en 2013, engendrant un taux de couverture de 48,6 %. Depuis fin 2006, il

y a un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement (schéma 26). Le taux d'épargne national brut a baissé entre 2008 et 2016 de 32 % du PIB à 28,3 % ; pour 2017, il était estimé à 29,1 % du PIB, d'après le *Rapport économique et financier 2017* (REF, 2017). Le taux d'investissement brut était de 30,5% du PIB en 2016, il s'établirait à 31% en 2017 (REF, 2017). Depuis fin 2006, on assiste à un effet de ciseaux : la courbe du taux d'épargne passe en dessous de la courbe du taux d'investissement.



Source : l'auteur.

Nous clôturons ce chapitre sur le constat selon lequel la libéralisation financière n'a pas véritablement permis aux PME/TPE marocaines de

disposer sans difficultés des financements de leur projet et que les différents plans et programmes volontaristes de rattrapage industriel n'ont pas été concluants.

Intéressons-nous, justement dans les chapitres 3 et 4, aux différentes sources de financement mises à la disposition des entreprises marocaines et à la capacité du système bancaire, de la bourse de Casablanca et des autres institutions financières à transformer les échéances de court terme en financement de long terme (schéma récapitulatif ci-avant).

CHAPITRE 3

Sources de financement bancaire et boursier de l'industrie marocaine

La question du financement de l'économie marocaine continue d'être un véritable défi majeur que l'ensemble des acteurs financiers devront relever. Rappelons que dans ce livre notre hypothèse centrale est l'existence d'éventuelles inefficiences, de rigidités et de distorsions dans le financement des entreprises marocaines entravant le développement industriel du pays. Le présent chapitre a pour objet d'analyser la capacité du secteur bancaire et de la Bourse à fournir aux entreprises les financements nécessaires facilitant le développement industriel du Maroc.

1. Rappel du point de vue théorique

La structure et les modes de financement de l'entreprise se déclinent selon différentes formes : interne et/ou externe, dettes et/ou capitaux propres, financement par le circuit bancaire et/ou recours au marché financier. Lorsque les sources de financement sont identifiées, le dirigeant choisit la combinaison judicieuse entre fonds propres et dettes qui optimise la structure financière et qui maximise la valeur de l'entreprise. La problématique de la structure financière maximisant la valeur de l'entreprise a donné lieu, depuis les années 50, à de nombreux débats souvent contradictoires.

Au plan théorique, incontestablement, ces débats ont longtemps été dominés par le théorème de Modigliani et Miller (1958), selon lequel les structures du capital n'influencent pas les décisions réelles des prêteurs et des emprunteurs (Hubbard, 1995). En effet, pour Modigliani et Miller

la structure financière (rapport dettes/ fonds propres) n'influence pas la valeur de la firme. Cela veut dire que l'entreprise peut s'endetter ou se financer uniquement par ses fonds propres sans conséquences sur sa valeur. Théoriquement, cette « neutralité » laisse la liberté de choix à l'entreprise sur ses sources de financement. Mais dans les faits, lorsque l'effet de levier est avantageux pour l'entreprise, celle-ci peut recourir à l'endettement pour son financement. Rappelons cependant que la survenance de contraintes endogènes ou exogènes sur les marchés financiers invalide l'hypothèse supposée d'indépendance des décisions d'investissement de la structure financière de l'entreprise. Dans ce genre de contexte, la structure financière de l'entreprise impacte son volume d'investissement.

Il faut souligner qu'après la contribution majeure de Modigliani et Miller, la décennie 70 a vu l'apparition de nouvelles théories[22] : la théorie des coûts de faillite, la théorie de l'agence, la théorie de l'asymétrie d'information et la théorie des financements hiérarchiques (Bengrich, 2006).

La problématique de la structure financière de l'entreprise est à relier à la question de la transmission de la politique monétaire *via* le canal du taux d'intérêt, *money view*, ou par le canal du crédit, *credit view*. Dans l'approche de la *money view,* les intermédiaires financiers (banques) n'offrent pas de services particuliers du côté de l'actif de leur bilan. En revanche, du côté de leur passif, les banques créent de la monnaie *via* la demande de dépôts (Moumni et Nahhal, 2012).

Cependant, le changement cyclique dans la politique de prêt des banques pendant la grande dépression des années 30 et la récession de l'économie américaine de 1990-1991 ont jeté un certain doute sur l'efficacité de la transmission de la politique monétaire par le canal du taux d'intérêt. En effet, la baisse des taux d'intérêt du début des années 90 n'a pas permis de relancer l'économie américaine dans les délais estimés habituels. Du fait de l'existence d'un C*redit Crunch* (contraction du volume de crédit distribué par les banques), la distribution du crédit aux entreprises et aux ménages était restée très faible.

En effet, plusieurs économistes ont remis en cause, au début de la décennie 60, le théorème de Modigliani et Miller. Ils ont notamment mis en évidence l'existence de distorsions entre les coûts des différentes sources

22. Pour ne pas alourdir le texte, nous ne présenterons pas la littérature sur ces théories bien connues.

de financement. Ce nouveau courant a montré comment les banques peuvent rationner leurs crédits pendant les périodes d'incertitude économique. En effet, depuis les années 70, les travaux théoriques sur l'information incomplète et la perturbation, dans le fonctionnement de certains marchés, par l'asymétrie d'information entre vendeurs et acheteurs ont conduit au renouvellement de l'approche du prêt (*Lending View*) par les banques.

En 1981, Stiglitz et Weiss démontrent la possible survenance d'un « rationnement d'équilibre » du crédit bancaire en période de récession. L'équilibre sur le marché du crédit transite par d'autres variables que le taux d'intérêt. Lorsque la demande de crédit émanant des entreprises excède l'offre des banques au prix d'équilibre, il peut se produire un rationnement par les prêteurs sur les marchés à cause de l'asymétrie de l'information. En effet, en période d'incertitude sur la solvabilité des emprunteurs, le rendement espéré par les banques sur les crédits qu'elles sont susceptibles d'accorder peut être décroissant en fonction du taux d'intérêt. Le risque de défaut perçu sur les emprunteurs augmente au fur et à mesure que les taux d'intérêt exigés par les établissements de crédit sont élevés. Cependant, la pratique de taux élevés par la banque pourrait dissuader les clients potentiellement moins risqués, débouchant ainsi sur l'effet de la sélection adverse. Le taux d'intérêt élevé peut aussi provoquer un changement dans la décision de l'emprunteur (effet de l'incitation). Dans le cas du Maroc, il est notoire que l'accès des banques aux informations fiables sur les entreprises reste problématique, engendrant des situations de rationnement du crédit.

Selon Cho (1986), dans une économie en situation d'information imparfaite, le rationnement du crédit a deux origines : l'une endogène, l'autre exogène. L'asymétrie de l'information constitue une contrainte endogène au marché. La réglementation et les aspects institutionnels font partie des contraintes exogènes, à l'exemple de l'intervention de l'État sur les marchés financiers marocains depuis l'Indépendance, et ce, jusqu'en 1983. Les pouvoirs publics orientaient l'épargne vers les secteurs économiques qu'ils jugeaient importants à l'époque, notamment vers les entreprises publiques, entraînant ainsi un effet d'éviction. Les autorités monétaires manipulaient différents instruments tels que les emplois obligatoires, le réescompte ou encore l'encadrement du crédit. S'agissant du prix de l'argent, l'État imposait un taux plafond (tableau 6 et schéma 27). Ces interventions permettaient à l'État de disposer d'un

financement quasi gratuit. Historiquement, ces contraintes exogènes étaient de nature à décourager l'épargne, elles débouchaient sur une allocation inefficiente des ressources et engendraient donc une sorte de rationnement du crédit.

Tableau 6

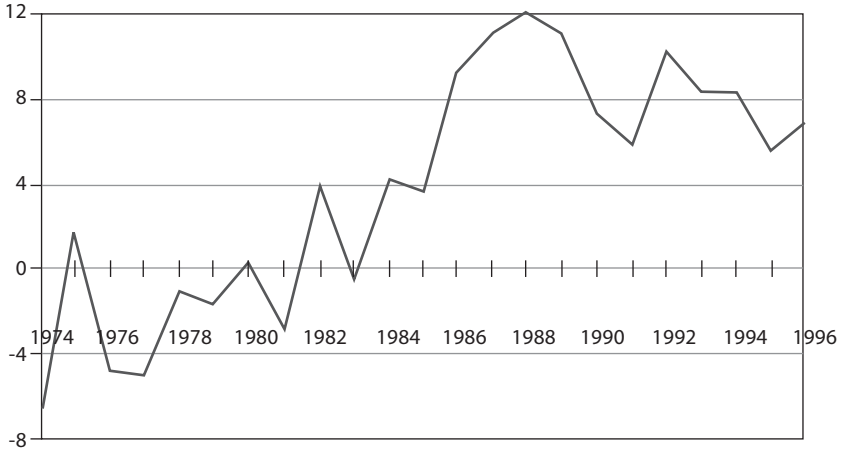
Évolution des taux minimums d'emplois obligatoires de fonds par les banques

	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1994	Fin 1997
Réserve monétaire	15 %	18 %	10 %	10 %
Effets publics	35 %	32 %	25 %	10 %
Bons CNCA à 1 an	3,5 %	3%	2 %	2 %
CMTR/PME-JE	5,5 %	5 %	supprimé	—
Crédits logement	6,0 %	5 %	supprimé	—
Créances exportation	4,0 %	3 %	supprimé	—
Bons du Trésor à 1 an	—	1 %	1 %	1 %

Source : O. Joumady (1999), « Libéralisation financière : rationnement du crédit et investissement des entreprises marocaines », *Région et développement*, n° 9.

Schéma 27

Taux d'intérêt débiteur réel (crédits à moyen terme mobilisables) au Maroc, 1974-1996



Source : O. Joumady (1999), « Libéralisation financière : rationnement du crédit et investissement des entreprises marocaines », *Région et développement*, n° 9.

En définitive, lorsque le comportement opaque des entreprises induit des situations d'asymétrie de l'information comme c'est le cas des entreprises marocaines, les banques peuvent être amenées à travailler avec un taux d'emprunt inférieur à celui qui émanerait de l'équilibre walrasien, conduisant à un rationnement du crédit. La conséquence est que l'épargne n'est pas utilisée de façon suffisante pour financer les investissements du pays, engendrant le retard de son industrialisation, comme ce fut le cas du Maroc avant sa libéralisation financière.

Dans son étude de 1999, Othman Joumady a justement cherché à déterminer l'impact de la libéralisation financière au Maroc aussi bien sur les contraintes endogènes, dues aux asymétries de l'information ainsi qu'au respect des contrats, que sur les contraintes exogènes liées au fonctionnement institutionnel du marché financier. L'auteur a réalisé une étude économétrique sur le comportement en matière d'investissement d'un échantillon[23] de 613 entreprises manufacturières marocaines entre 1986 et 1996. Il conclut à une relative atténuation de l'impact des contraintes endogènes et exogènes sur les décisions d'investissement de ces entreprises. Le poids des variables financières serait moins contraignant qu'avant la vague de libéralisation financière.

Rappelons par ailleurs que le crédit bancaire n'est pas un substitut parfait aux autres sources de financement. Le rationnement du crédit par les banques peut se traduire par la restriction sur la demande et l'offre de biens (Oliner et Rudebusch, 1996). L'environnement financier marocain, caractérisé par le phénomène d'asymétrie de l'information, semble produire des situations de rationnement du crédit. Ainsi, les emprunteurs (PMI/PME) qui n'ont pas de meilleures alternatives aux banques comme source de crédit baissent leurs dépenses agrégées dont le financement des investissements lorsque la banque centrale réduit la base monétaire (schéma 28).

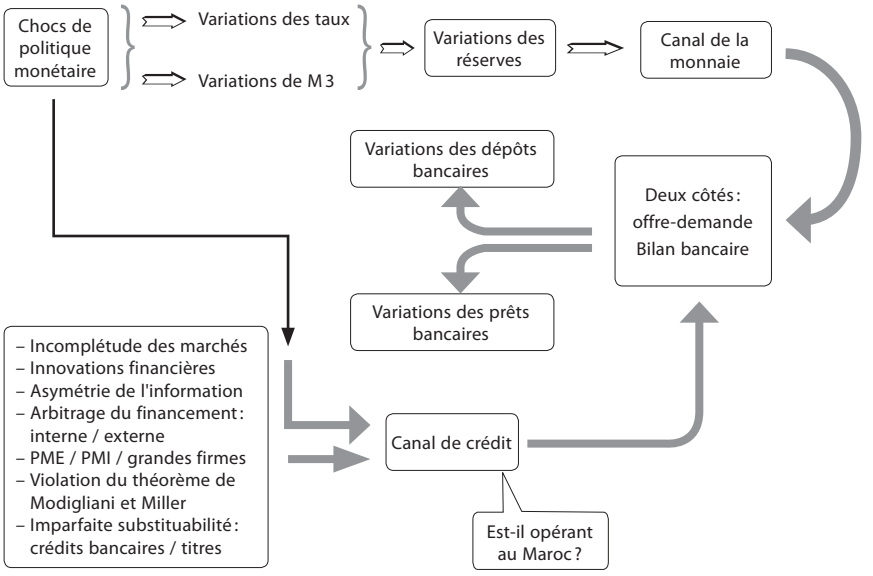
S'agissant des entreprises industrielles marocaines qui utilisent fortement l'autofinancement, il convient d'identifier les différentes sources de leurs financements et de mettre l'accent sur les freins et dysfonctionnements empêchant leur allocation efficiente. Les TPME, constituant l'essentiel du tissu économique marocain, recourent d'abord aux financements internes disponibles tels que la capacité d'autofinancement

23. L'échantillon étudié par l'auteur est issu de l'enquête annuelle du ministère du Commerce, de l'Industrie et de l'Artisanat du Royaume du Maroc.

et les prêts des associés. Elles s'appuient aussi sur les crédits commerciaux de leurs fournisseurs avant de recourir aux crédits bancaires qui dépendent des taux d'intérêt débiteurs appliqués par le secteur bancaire marocain. Ces taux débiteurs reflètent le coût de la ressource *via* le taux interbancaire, dérivé lui-même de la politique monétaire de la banque centrale marocaine Bank Al-Maghrib (BAM).

Schéma 28

Rôle du taux d'intérêt et du crédit dans la transmission de la politique monétaire au Maroc

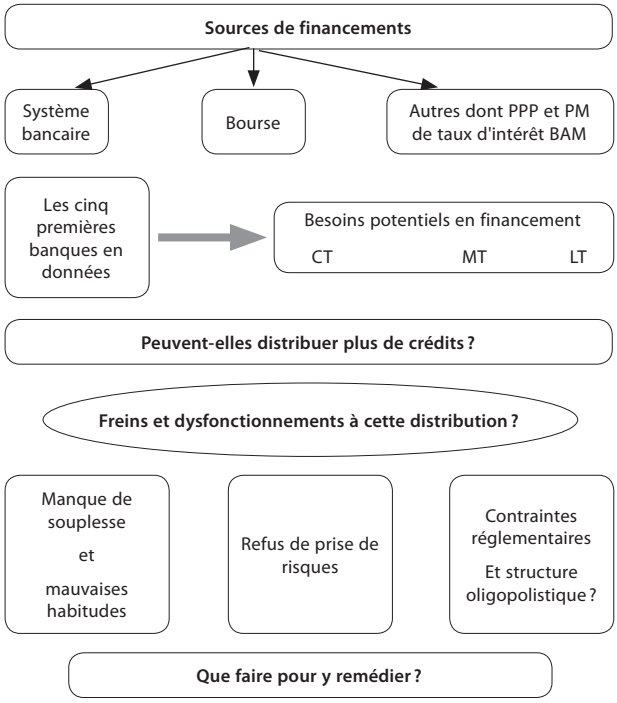


Source : N. Moumni, B. Nahhal (2012), « VAR test evaluation of monetary policy transmission in Morocco», EcoMod2012, International Conference on Policy Modeling, University of Seville, Spain, 4-7 July.

Il convient de souligner que du fait de leur accès limité au marché financier marocain, les petites entreprises ne réagissent pas tellement aux variations des taux d'intérêt de la politique monétaire, elles les subissent. La forte dépendance des petites structures au financement bancaire ne leur laisse pas l'opportunité de pratiquer un quelconque arbitrage ou lever les financements sur le marché financier (schéma 29). Le crédit bancaire demeure, cependant, le mieux adapté, par ses méthodes de *screening* et *monitoring*, à ces TPME.

Schéma 29

Les différentes sources de financement au Maroc



Source : l'auteur.

2. Prépondérance de l'autofinancement mais faiblesse des fonds propres

L'autofinancement demeure donc la principale source des entreprises industrielles marocaines qui n'utiliseraient les crédits bancaires qu'en cas d'insuffisance de leurs bénéfices, avec cependant des disparités selon la taille, la région et la branche d'activité. En moyenne, les capitaux propres représentent environ 60 % de leurs financements, sachant que les PME ont moins accès aux crédits bancaires que les grandes entreprises.

Les entreprises marocaines se caractérisent par la faiblesse structurelle de leurs fonds propres ; la majeure partie d'entre elles serait sous-capitalisée. C'est la raison qui explique en partie leur déficit en investissements, leur moindre capacité à faire face aux retournements de conjoncture et à obtenir des crédits bancaires. En effet, pour prêter aux entreprises, les banques marocaines considèrent que pour qu'une structure de capital soit

saine, le ratio endettement/fonds propres doit être inférieur à 5. Peu de TPME satisfont ce critère (pourtant les TPME constituent l'essentiel du tissu productif marocain). Le non-respect de ce ratio de solvabilité priverait-il les PME du bénéfice de l'effet de levier de l'endettement ?

Signalons qu'à fin 2015, l'endettement de l'ensemble des entreprises marocaines a atteint 696 milliards de dirhams; rapporté au PIB, il représente 71 %.

Sur le plan micro-économique, un endettement approprié qui tient compte du risque financier et de la relative perte d'autonomie financière peut être bénéfique pour les entreprises en général, et pour les firmes industrielles marocaines en particulier. En effet, l'endettement permet la réduction du résultat imposable par la déductibilité des charges financières et pourrait faire augmenter la rentabilité des fonds propres, lorsque le taux de rentabilité économique de l'investissement est supérieur au taux d'intérêt de l'emprunt. L'effet de levier par l'emprunt peut donc être favorisé par la fiscalité.

Le taux de fiscalité, considéré comme un élément de l'évolution institutionnelle au Maroc, est de nature à encourager l'endettement comme source de financement des investissements des entreprises industrielles marocaines. Au Maroc, les crédits bancaires constituent la première source d'endettement des entreprises. Mais les banques marocaines jouent-elles le jeu ? Assument-elles leurs fonctions économiques de création de la monnaie (en accordant du crédit) et de transformation des échéances des ressources à court terme en crédits (emplois) à plus long terme à destination des entreprises ? Cette question est au cœur de notre problématique dans ce livre.

3. Capacités du système bancaire marocain à transformer l'épargne courte en financement long

Jusqu'au début de la décennie 90, l'État jouait un rôle très directif dans le système financier marocain. Les autorités monétaires dirigeaient les financements vers les secteurs économiques qu'elles estimaient prioritaires et stratégiques en accordant des conditions incitatives ou décourageantes en matière de taux d'intérêt et de volumes de crédits.

Les banques commerciales subissaient les contraintes du financement de l'agriculture, du logement et même de l'achat des Bons du Trésor. Les

autorités monétaires s'appuyaient notamment sur l'outil de l'encadrement du crédit. Les taux d'intérêt aussi bien débiteurs que créditeurs étaient réglementés, ils étaient fixés à des niveaux relativement bas par rapport à l'inflation dont les taux étaient élevés durant les années 80.

Cela conduisait à une rémunération négative des placements. De ce fait, le rendement sur les crédits bancaires était plafonné. Les primes de risque perçues par les établissements bancaires ne reflétaient pas tellement le risque potentiel pris sur les entreprises emprunteuses. Cette situation n'incitait pas les banques à financer les projets à moyen et long terme. Les entreprises étaient financées principalement à court terme (environ 78 %). De plus, la répartition des crédits bancaires octroyés était largement en faveur de l'État et des grandes entreprises, au détriment des individus et des TPME. En définitive, la concentration du crédit et l'insuffisance de la concurrence dans le secteur bancaire avaient pour conséquence des financements chers et peu accessibles aux TPME. Cependant, la levée de l'encadrement du crédit en 1991 avait constitué un premier pas vers la libéralisation financière.

Largement impulsé par les pouvoirs publics en matière de libéralisation financière et d'ouverture de l'économie, le système bancaire marocain a accompli depuis la décennie 90 des progrès significatifs dans le financement des entreprises. Désormais, il offre différents services et instruments de financement, avec notamment la création de centres d'affaires dédiés à certaines catégories d'entreprises. On peut toutefois se demander si ces financements sont véritablement adaptés aux petites structures économiques, lorsque l'on sait que le modèle économique des banques et leurs stratégies de développement ont été importés essentiellement de France ?

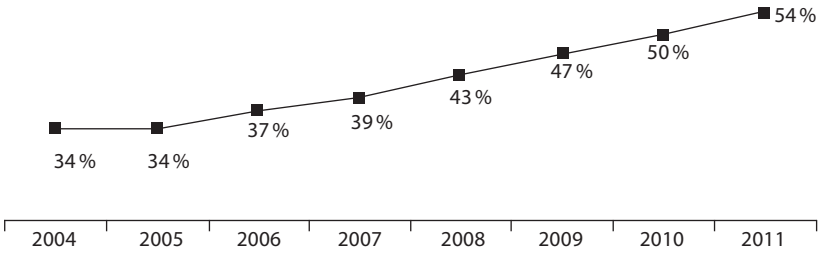
La question centrale de ce livre consiste à s'interroger sur la capacité réelle du système bancaire marocain à transformer l'épargne courte en financement à long terme de l'industrie.

La dimension « positive » de ce système est que sa stratégie d'inclusion financière lui permet constamment de densifier le réseau bancaire, grâce notamment à l'agrément d'Al Barid Bank ; celle-ci dispose de très nombreux guichets collectant de l'épargne au niveau national. En 2011, on ne comptait pas moins de 17 millions de comptes ouverts dans les banques. Selon le rapport du Conseil de la concurrence (2013), le taux de bancarisation, encore très faible dans les zones rurales, avoisine les 54 % en 2011 à l'échelle nationale (schéma 30). D'après Bank Al Maghrib, ce taux serait de 66 % en 2015. Il est tout de même supérieur à la moyenne

« monde » (50,5 %) et surtout à celui de la zone Moyen-Orient et Afrique du Nord dans les pays en développement (17,7 %).

Schéma 30

Évolution du taux de bancarisation entre 2004 et 2011



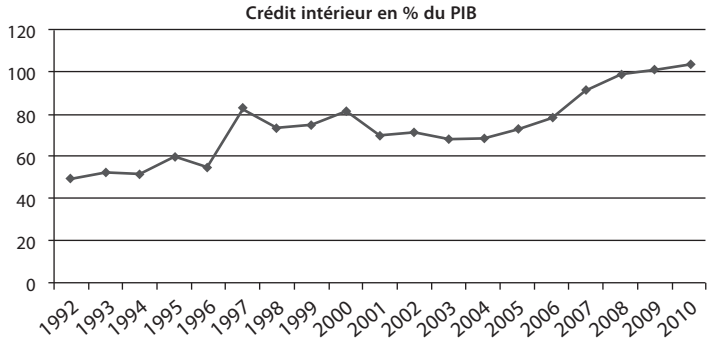
Source : Conseil de la concurrence (2013), *Etude sur la concurrentiabilité du secteur bancaire au Maroc*, Rapport de synthèse.

La relative faiblesse du taux de bancarisation est liée au poids considérable de l'informel dans l'économie marocaine. Celui-ci représenterait, selon les estimations, entre 14 % et 25 % du PIB. Une large partie des règlements dans les petits commerces se faisant en espèces, ces fonds ne transitent pas par le circuit bancaire. Il en est de même pour les crédits consentis entre ces unités informelles. A cela il faut ajouter le paiement en espèces des rémunérations des travailleurs dans ce secteur. Les acteurs économiques du secteur informel seront d'autant plus exclus de la bancarisation qu'il n'y aura pas de transfert automatique et généralisé des salaires.

Les banques marocaines cherchent à se rapprocher des standards internationaux en matière d'octroi du crédit. Elles ont mis en place un système de notation en fonction des risques entreprises. Ce mouvement de libéralisation du système bancaire et financier a permis également au marché du crédit d'enregistrer une forte progression de la distribution des financements pendant la dernière décennie. Les banques ont largement augmenté leur capacité d'offre de crédit à l'économie. A cet égard, l'encours du crédit total distribué a fortement augmenté, passant de 313,727 milliards de dirhams au premier trimestre 1994 à 2 104,056 milliards de dirhams au premier trimestre 2013. En rapportant l'encours du crédit intérieur accordé à l'ensemble des secteurs privés au PIB, on souligne que celui-ci

a plus que triplé entre 1990 et fin 2012. Le schéma 31 montre bien cette tendance entre 1992 et 2010.

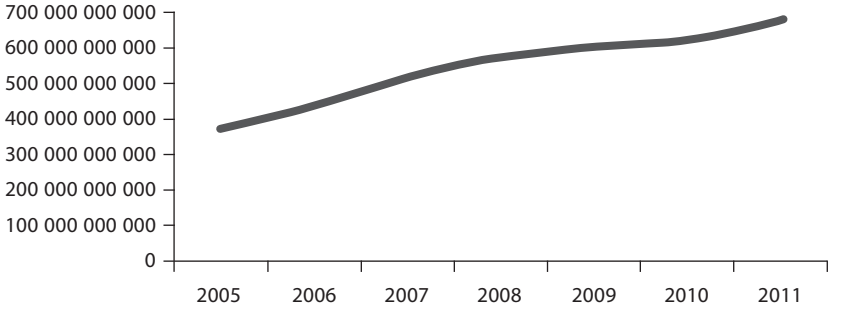
Schéma 31
Évolution du crédit intérieur de 1992 à 2010



Source : Elaboré par N. Moumni et B. Nahhal, à partir des rapports des données de la Banque mondiale.

A titre d'illustration (schéma 32), en 2011 les dépôts[24] reçus par l'ensemble des banques marocaines avoisinent 677 milliards dirhams (Conseil de la concurrence, 2013) ; ils ont progressé de 10 % en moyenne annuelle entre 2005 et 2011 (avec cependant une certaine décélération entre 2008 et 2011).

Schéma 32
Évolution des dépôts dans les banques marocaines entre 2005 et 2011 *(en milliards de dirhams)*



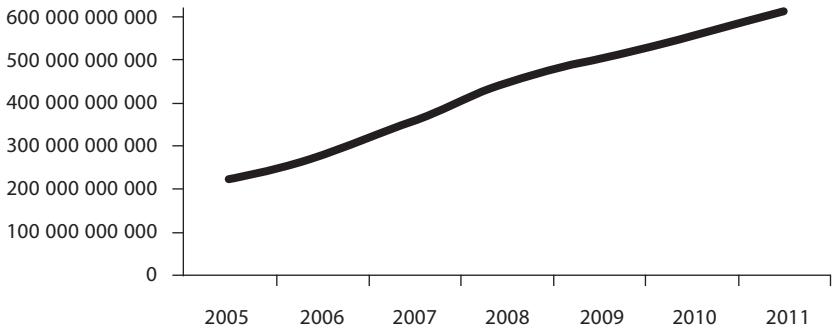
Source : Conseil de la concurrence (2013), *Étude sur la concurrentiabilité du secteur bancaire au Maroc*, Rapport de synthèse.

24. Ces dépôts sont constitués par les dépôts à vue, les dépôts à terme et le compte d'épargne (compte sur livret).

Pendant la même période (2005-2011), l'offre de crédit[25] a totalisé environ 614 milliards de dirhams (schéma 33) ; en moyenne annuelle, la progression est de 18 % (mais là aussi avec une certaine décélération sur les trois dernières années).

Schéma 33

Évolution des crédits octroyés par les banques marocaines entre 2005 et 2011 *(en milliards de dirhams)*



Source : Conseil de la concurrence (2013), Étude sur la concurrentiabilité du secteur bancaire au Maroc, Rapport de synthèse.

Un simple rapprochement entre les dépôts reçus (677) et les crédits octroyés (614) par le système bancaire marocain dans sa globalité entre 2005 et 2011 montre qu'une masse non négligeable des dépôts (63 milliards de dirhams) n'est pas allouée sous forme de crédits à l'économie. Cette inefficience témoigne d'une forme de rigidité qu'il conviendra de corriger pour faciliter le financement de l'industrie au Maroc.

Les banques sont-elles en mesure d'orienter, à elles seules, l'épargne privée vers les besoins de financement long pour accélérer l'industrialisation de l'économie marocaine promue par les pouvoirs publics à l'horizon de 2020 ? Force est de constater que la modernisation institutionnelle est loin d'être achevée ; de nombreuses faiblesses persistent encore et entravent l'allocation efficiente des financements nécessaires au développement des entreprises. Il convient de présenter, dans le paragraphe 4, les sources

25. Ces crédits sont composés des crédits à la consommation et de trésorerie, des crédits à l'équipement, des crédits immobiliers et des autres crédits.

bancaires de financement et d'identifier les freins, les distorsions et rigidités empêchant leur allocation efficiente.

4. Quid de l'accès des TPME marocaines au financement bancaire ?

Depuis la libéralisation financière des années 90, l'environnement économique et financier du Maroc impacte le financement de ses entreprises. La politique économique menée par les pouvoirs publics et la capacité du système bancaire à octroyer des crédits à l'économie influencent le marché de l'offre de crédit et par conséquent l'accès des entreprises marocaines aux sources de financement bancaires. Par exemple, à fin 2015, la dette financière des entreprises privées était de 48% du PIB (contre 52 % un an auparavant), dont 89 % d'origine bancaire.

Tableau 7
Structure des crédits bancaires

(En %)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Moyenne 01-07	Moyenne 08-14
Crédits bancaires																
Par objet économique																
Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	35,2	32,8	29,9	28,5	29,6	31,1	26,6	25,6	23,4	23,0	25,1	25,8	23,5	23,7	30,0	24,3
Crédits à l'équipement	22,1	20,0	19,4	17,3	17,7	17,9	18,1	17,4	19,9	21,6	20,4	19,1	18,7	18,9	18,7	19,4
Crédits immobiliers	15,1	16,1	17,7	19,0	21,0	22,4	28,3	29,1	30,0	30,3	30,2	30,6	30,9	31,0	21,0	30,4
Crédits à l'habitat	14,7	15,5	16,8	18,0	19,5	20,4	20,0	18,6	19,0	19,9	20,0	20,9	21,4	22,3	18,3	20,5
Crédits aux promoteurs immobiliers	0,2	0,4	0,4	0,9	1,5	1,9	8,3	10,5	11,0	10,3	9,9	9,5	9,2	8,5	2,7	9,7
Crédits à la consommation	4,1	4,0	4,3	4,1	4,0	4,3	4,6	4,8	5,2	5,2	5,2	5,5	5,4	5,8	4,2	5,3
Créances diverses sur la clientèle	6,8	9,2	10,1	11,6	11,5	13,7	14,7	17,3	16,1	15,1	14,4	14,1	15,8	13,7	11,7	15,1
Créances en souffrance	16,8	17,9	18,7	19,5	16,3	10,6	7,6	5,8	5,3	4,8	4,7	4,9	5,9	6,9	14,3	5,5
Par secteur économique																
Autres sociétés financières	6,5	8,4	9,1	11,2	10,6	12,9	14,9	15,0	14,4	13,7	13,2	12,2	14,0	12,3	11,2	13,3
Secteur public	3,3	3,3	3,2	3,3	2,9	3,5	3,0	4,7	5,9	4,0	4,8	5,7	5,9	6,3	3,2	5,4
Administration locales	2,2	2,3	1,9	2,0	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6
Sociétés non financières publiques	1,1	1,0	1,3	1,3	1,2	2,1	1,7	3,4	4,4	2,5	3,3	4,1	4,3	4,6	1,5	3,8
Secteur privé	90,2	88,3	87,7	85,5	86,5	83,6	82,0	80,3	97,7	82,3	82,0	82,1	80,0	81,3	85,6	81,1
Autres sociétés non financières	61,2	52,9	47,9	44,1	46,8	48,1	46,3	44,6	45,0	47,6	48,6	48,1	44,7	45,1	48,9	46,3
Autres secteurs résidents	29,1	35,5	39,8	41,4	39,7	35,5	35,8	35,7	34,7	34,7	33,4	33,9	35,3	36,2	36,7	34,8

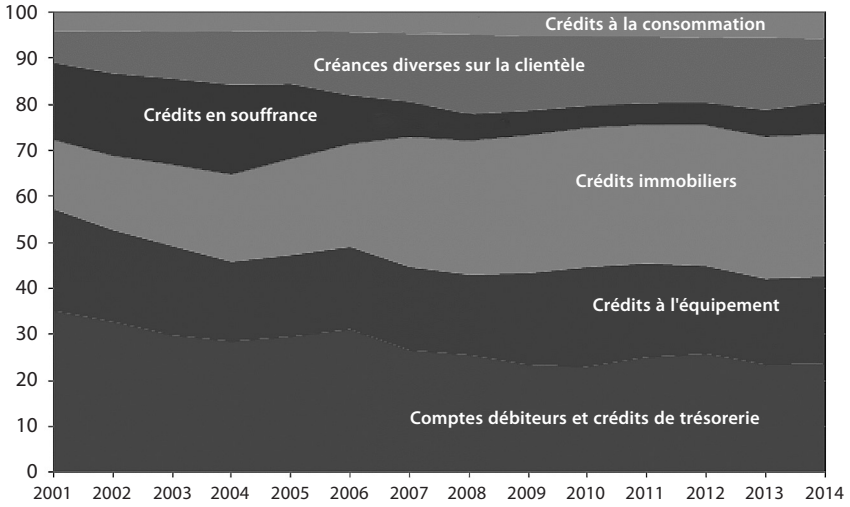
Source : ministère de l'Économie et des Finances (2015), « Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques », Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

Force est de constater que la relation banque-entreprise n'évolue pas dans un marché dont l'intermédiation est efficiente du point de vue informationnel. L'insuffisance dans la transmission de l'information par l'entreprise à sa banque est un comportement structurel ancré dans les mentalités d'une large partie des entrepreneurs marocains. En cas de défaut de remboursement des crédits par les entreprises mal intentionnées, la procédure d'exécution des garanties n'est pas sûre d'aboutir en faveur du prêteur à cause de l'inefficacité du système juridique ou de la

corruption. C'est la raison pour laquelle les banques se montrent relativement réticentes à accorder des crédits aux TPME. Faute de pouvoir sélectionner les entreprises sur les critères de performance économique, les banques ont tendance à privilégier les critères leur permettant de minimiser les conséquences de l'asymétrie de l'information. Soulignons qu'une participation bien adaptée du secteur bancaire au financement des besoins en trésorerie et en investissement des TPME est un préalable à l'industrialisation du Maroc (tableau 7 et schéma 34).

Schéma 34

Structure des crédits bancaires par objet économique *(en %)*

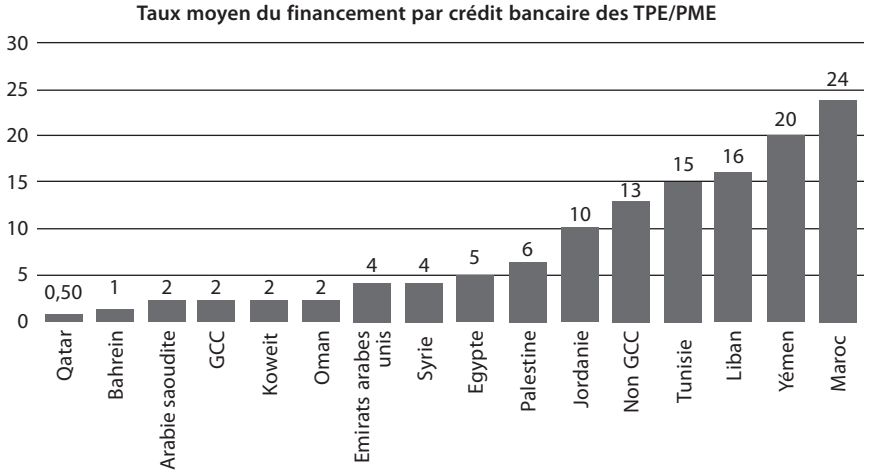


Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), « Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques », Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

Selon l'étude de McKinsey (2011) sur la région MENA (citée précédemment), le taux moyen de financement par crédit bancaire des PME/TPE reste très faible (inférieur à 8 %, schéma 35). Bien que le Maroc, avec un taux de 24 %, arrive en tête du classement, les pouvoirs publics devraient inciter les banques à adopter des stratégies complémentaires, permettant l'orientation de certaines banques dans le financement des PME-PMI et d'autres dans celui des micro-entreprises et des entités économiques travaillant dans l'informel.

Schéma 35

Participation du secteur bancaire au financement des PME/TPE



Source : Union of Arab Banks/World Bank Financial Flagship-Report 2011/IFC.

Au Maroc, les banques demeurent la principale source de financement des entreprises, selon leur taille. Ce critère est déterminant dans l'obtention de crédits bancaires. Ainsi, en 2010, les entreprises ont reçu 300 milliards de dirhams (soit les deux tiers) sur un total de 468 milliards de dirhams de crédits bancaires accordés au secteur privé :

– PME-PMI : 18 % ;

– grandes entreprises : 82 %.

Cependant, les PME-PMI, qui forment plus de 95 % des entreprises marocaines, n'ont reçu qu'un peu moins de 20 % des crédits aux entreprises. Le crédit bancaire n'est donc pas d'un accès facile à cette catégorie d'entreprises. Les banques marocaines pratiquent une véritable segmentation du marché du crédit. Dans les conclusions de sa thèse, Bengrich (2006) explique ces difficultés dans l'environnement financier marocain par l'asymétrie de l'information et la politique de rationnement du crédit.

Par ailleurs, l'étude relativement ancienne mais néanmoins très intéressante menée par Saâd Belghazi en 1998[26] sur un échantillon de 370 entreprises (dont 71 grandes, 58 moyennes, 65 petites et 176 micro-

26. Publiée dans le *Cahier de recherche du Centre d'études et de recherches Aziz Belal* (CERAB).

entreprises) présente, d'une part, (tableau 8 et schéma 36) la structure financière des entreprises marocaines et, d'autre part, le classement des 10 contraintes de financement subies par le même échantillon (tableau 9). D'après cette enquête, les crédits bancaires obtenus par les grandes entreprises sont plus de deux fois supérieurs à ceux des PME.

Tableau 8

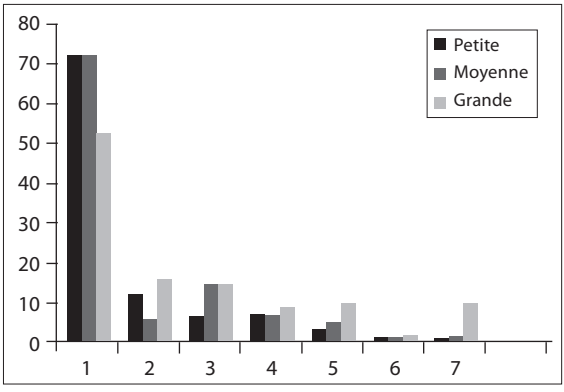
Structure financière des entreprises marocaines en 1998 *(en moyenne)*

Taille	Capitaux propres	Compte courant d'associés	Crédit bancaire	Découvert bancaire	Crédit fournisseur	Crédit-bail	Autres emprunts
Petite	71,36	11,49	6,42	7,02	3,03	0,89	0,23
Moyenne	71,10	5,72	14,56	7,27	4,70	0,76	0,48
Grande	51,83	16,36	14,60	9,34	9,83	2,20	9,83
Total	**62,62**	**12,29**	**12,07**	**8,07**	**6,34**	**1,39**	**4,15**
Petite	50	47	45	47	46	45	39
Moyenne	40	32	39	33	35	33	31
Grande	72	61	62	60	60	54	47
Total	**162**	**140**	**146**	**140**	**141**	**132**	**117**

Source : S. Belghazi (1998), « Atouts et obstacles au développement du secteur privé : enquête réalisée auprès de 360 entreprises », *Cahiers de recherche du CERAB*, Rabat, Maroc.

Schéma 36

Structure financière des entreprises en 1998 *(en moyenne)*



Structure financière en pourcentage : 1. capitaux propres ; 2. compte courant d'associés ; 3. crédit bancaire ; 4. découvert bancaire ; 5. crédit fournisseur ; 6. crédit-bail ; 7. autres emprunts.

Source : S. Belghazi (1998), « Atouts et obstacles au développement du secteur privé : enquête réalisée auprès de 360 entreprises », Cahier de recherche du CERAB, Rabat, Maroc.

Tableau 9
Contraintes de financement en 1998

Contraintes	Total moyen	Observ.
Niveaux des taux d'intérêt	3,98	167
Garantie trop élevée	3,69	162
Paperasse et réglementation	3,26	163
Contrat avec les responsables	1,93	159
Lettres de crédit	2,02	149
Transferts financiers et chèques	1,98	156
Manque de crédits des fournisseurs	2,02	156
Paiements supplémentaires	1,93	153
Manque de financement	2,09	159
Autres	1,68	25

1. pas d'obstacle ; 3. obstacle modéré ; 5. obstacle très sévère.
Source : S. Belghazi (1998), « Atouts et obstacles au développement du secteur privé : enquête réalisée auprès de 360 entreprises », Cahiers de Recherche du CERAB, Rabat, Maroc.

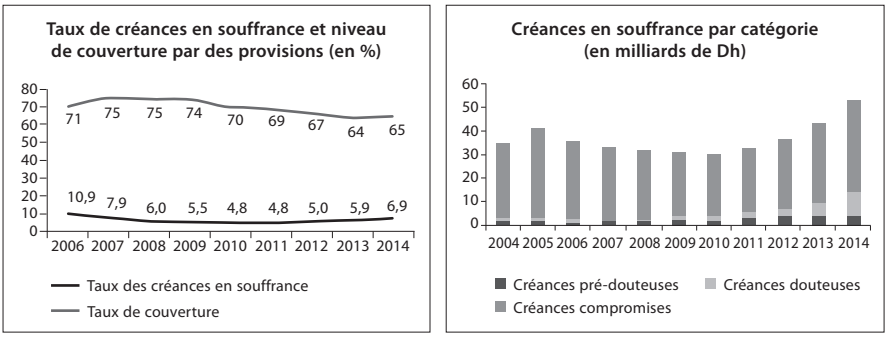
Il ressort de cette enquête que le niveau des taux d'intérêt (pouvant être élevé selon la conjoncture économique), les garanties exigées par les banques et la lourde procédure d'obtention des crédits sont parmi les contraintes de financement les plus fortes dénoncées par les entreprises marocaines.

Malgré l'intérêt grandissant des banques marocaines porté aux PME-PMI depuis une vingtaine d'années, il semble subsister une insatisfaction des besoins de celles-ci. Par exemple, les crédits bancaires alloués à moyen terme aux PME-PMI ont baissé depuis 1996, et ce, malgré l'augmentation de 221 % de l'encours des crédits bancaires distribués entre 2000 et 2010.

En effet, l'entreprise marocaine en général et la PME en particulier perçoivent la relation avec les banques comme un mal nécessaire et non forcément comme un partenariat. En cause, entre autres, les exigences en termes de garanties réclamées par les banques pour l'obtention des crédits. De leur côté, les banques justifient ces demandes de garanties par les risques importants qu'elles prennent sur les entreprises du fait des impayés et des insolvabilités notamment (schémas 37 et 37 a). A fin 2015, sur les 696 milliards de dirhams d'endettement global de l'ensemble des entreprises marocaines, le défaut de paiement était de 44 milliards de dirhams. Le secteur du BTP affichait un taux de sinistralité de 6,3 % (*l'Opinion* du 15 juillet 2016). De ce fait, le renforcement des fonds propres des entreprises est de nature à inciter les banques à se montrer moins réticentes à prendre des risques à leur égard.

Schéma 37

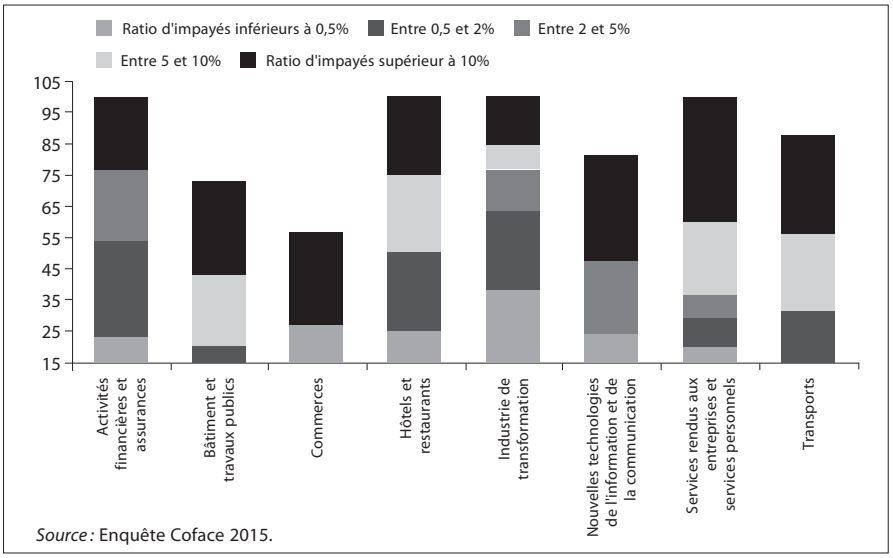
Évolution des impayés (entreprises et ménages) entre 2006 et 2014



Source : BAM, 2014.

Schéma 37 a

Répartitions des ratios d'impayés par secteur d'activité



Source : Enquête Coface 2015.

Il faut également souligner que la gouvernance des PME marocaines est, souvent, entachée des faiblesses (non exhaustives) suivantes :

– manque de transparence ;

– contrats individuels de court terme ;

– créances en souffrance en augmentation et délais très longs du règlement des contentieux par les tribunaux ;

– circulation de l'information inefficiente (asymétrie de l'information) ;

– quasi-absence de planification à moyen terme du segment des PME.

Ces faiblesses font prendre à la banque le risque d'une baisse ou même de la disparition de la rentabilité de l'entreprise emprunteuse. C'est de cette manière qu'elle justifie la prudence dans l'octroi des crédits à long terme aux PME. La sous-capitalisation des PME et leurs difficultés à présenter des garanties suffisantes font que, face au refus des crédits bancaires, elles recourent de façon massive à des dettes à court terme pour une part très importante de tout financement. La même étude réalisée par S. Belghazi (1998) résume dans le tableau 10 les principaux facteurs explicatifs du refus des banques à octroyer des crédits.

Tableau 10

Facteurs explicatifs du refus des crédits par les banques durant les trois dernières années précédant l'étude publiée en 1998 (en %)

	Ne pas recevoir de prêt				Total
	Pas de demande	Plan non satisfaisant	Manque de garantie	Autres	
Taille					
Petite	66,7	4,2	12,5	16,7	100,0
Moyenne	64,7	23,5	11,8	100,0	
Grande	66,7	3,3	10,0	20,0	100,0
Secteur					
Transformation	62,5	7,5	15,0	15,0	100,0
BTP	50,0	50,0	100,0		
Services	61,1	5,6	33,3	100,0	
Commerce	100,0				100,0
Total	**66,2**	**8,5**	**8,5**	**16,%**	**100,0**

Source : S. Belghazi (1998), « Atouts et obstacles au développement du secteur privé : enquête réalisée auprès de 360 entreprises », Cahiers de recherche du CERAB, Rabat, Maroc.

Dans la même veine, l'enquête menée par Mustapha Bengrich lors de ses recherches doctorales (2006) sur le comportement financier d'un échantillon de 54 PME[27] marocaines (avec une prédominance d'entreprises

27. Ces PME sont installées dans les 4 régions marocaines suivantes : Marrakech-Tensift-El Haouz, Chaouia-Ouardigha, Grand Casablanca et Rabat-Salé-Zemmour-Zaër. Par ailleurs, l'auteur de cette thèse exprime une limite de la représentativité de l'échantillon sur lequel porte son étude empirique.

de petite taille), dont 27,78 % dans l'industrie, 38,89 % dans le commerce et 33,33 % dans les services, apporte des éclairages intéressants sur leur structure financière. Cette étude cherche à déterminer l'influence supposée des variables organisationnelles, comportementales, managériales et celles pouvant être liées à l'environnement externe sur le comportement financier de l'échantillon de PME.

Elle porte sur quatre types d'effectifs[28] : 27,78 % de très petites entreprises, 40,74 % de petites entreprises, 14,81 % de moyennes entreprises et 16,67 % de moyennes-grandes entreprises. L'enquête s'appuie sur 68 questions fermées comportant cinq parties[29] traitant chacune un volet spécifique du modèle et teste le point de vue théorique, les limites d'accès aux sources de financement (rationnement des crédits notamment) et les déterminants liés aux asymétries de l'information et aux conflits d'intérêt.

Il ressort de cette enquête que le contexte économique, institutionnel et financier du Maroc, la structure du passif de l'entreprise ainsi que la personnalité centrale (prépondérante et complexe) de l'entrepreneur-dirigeant déterminent un comportement financier spécifique de la PME marocaine, comme l'indiquent les tableaux de 11 à 15 suivants.

Tableau 11
Structure de la propriété et taille de l'entreprise (Khi-deux de Pearson : 11,00)

Structure de la propriété Taille de l'entreprise	Dépendance familiale	Indépendance familiale	Total
00-10	11	04	15
11-49	20	02	22
50-99	05	03	08
100-199	03	06	09
Total	**39**	**15**	**54**

28. De 1 à 10 salariés dans les très petites entreprises, de 11 à 49 salariés dans les petites entreprises, de 50 à 99 salariés dans les entreprises moyennes et de 100 à 199 salariés dans les moyennes et grandes entreprises.

29. Première partie : identification de l'entreprise (8 questions), deuxième partie : dimension financière de la PME (10 questions), troisième partie : pratiques de financement (21 questions), quatrième partie : profil des dirigeants (14 questions) et enfin cinquième partie : environnement externe de l'entreprise (15 questions).

Tableau 12

Critères du choix des sources de financement

Critère du choix	Nombre de citations	Fréquence (en %)
Les coûts	22	40,74
La durée de la dette	11	20,37
L'état du marché	06	11,11
La solvabilité	02	3,70
L'autonomie financière	13	24,08
Total	**54**	**100**

Tableau 13

Classification des sources de financement selon la préférence des dirigeants

Source de financement	Premier rang	Deuxième rang	Troisième rang	Total
Autofinancement	44	09	01	54
Endettement	11	36	07	54
Augmentation du capital	03	08	43	54

Tableau 14

Affectation des bénéfices dégagés par les entreprises de l'échantillon

Affectation des bénéfices dégagés	Nombre de citations	Fréquence (en %)
Distribution aux actionnaires	10	18,52
Affectation au remboursement de la dette	13	24,07
Mise en réserve	31	57,41
Total	**54**	**100**

Tableau 15

Estimations du degré d'endettement des PME de l'échantillon

Degré d'endettement	Nombre de citations	Fréquence (en %)
Faible	15	31,48
Moyen	25	46, 30
Lourd	12	22,22
Total	54	100

Source des tableaux de 11 à 15 : M. Bengrich (2006), Contribution à l'étude du comportement financier des petites et moyennes entreprises marocaines, thèse pour le doctorat national en sciences de gestion, Marrakech, Maroc.

Les résultats de cette enquête livrent différents enseignements sur le comportement financier des PME marocaines. Les entreprises de l'échantillon mettent les coûts (40,74 %) comme premier critère dans leur choix de financement, suivi par l'indépendance financière (24,08 %) puis la durée de la dette (20,37 %). Elles semblent préférer le financement interne (autofinancement) au financement externe, comme l'enseigne la théorie de la hiérarchie des sources de financement (Myers et Majluf, 1984).

En effet, les dirigeants interrogés recourent en premier à l'autofinancement. L'utilisation quasi systématique du financement par l'autofinancement peut s'expliquer par la recherche de l'indépendance, mais aussi par une sorte de confusion entre le patrimoine de la famille et celui de l'entreprise. Les bénéfices dégagés sont réinvestis dans 57,41 % des cas.

S'agissant du financement externe, les PME préfèrent les dettes à l'augmentation du capital par l'émission d'actions nouvelles. Dans ce cas, les banques sont en première ligne dans leur financement. Ce dernier reste conditionné par la crédibilité des PME (Cornell et Shapiro, 1992) et leur capacité à fournir l'information aux banques pour l'évaluation correcte de leurs projets. Par conséquent, la contrainte de l'accès au financement pour les PME ne vient pas de leur taille mais de la disponibilité de l'information. Cela met les petites entreprises dans le contexte d'asymétrie de l'information. Lorsque ce dernier est structurel, certaines PME auront un accès limité, voire nul, à l'emprunt. Cette situation engendre, dans le financement par la dette, les problèmes du risque moral et l'anti-sélection et peut conduire au rationnement du crédit par les banques.

Dans le cas des entreprises marocaines, l'enquête de Bengrich semble aller dans le sens du modèle proposé par Myers et Majluf (1984) qui fait dépendre les modes de financement des PME principalement du contexte d'asymétrie de l'information. Néanmoins, lorsque le système bancaire se montre frileux à l'égard de certains investisseurs, les pouvoirs publics, cherchant à corriger quelque peu les inefficiences du marché, mettent en place, par épisodes, des mécanismes de crédits d'aide à l'auto-emploi par la création de petites entreprises.

5. Portée et limites des crédits d'aide à l'auto-emploi

Depuis plusieurs décennies les pouvoirs publics marocains essaient, *via* différents programmes et mécanismes de crédit, de stimuler

l'investissement et de faciliter l'insertion des jeunes dans la vie active par l'encouragement à la création d'entreprises. Ainsi, en 1972, l'État avait mis en place une procédure dite simplifiée et accélérée (PSA) de soutien financier direct aux moyennes et petites entreprises (MPE). Il s'agissait de l'octroi de crédits à moyen terme réescomptables par le ministère des Finances et d'autres organismes financiers. Cependant, la politique d'austérité budgétaire de la décennie 80 qui a suivi la mise en place du PAS au Maroc a accentué les déséquilibres socio-économiques entraînant une aggravation du chômage et de la pauvreté, poussant les pouvoirs publics à prendre une autre initiative en faveur de la création d'entreprises.

C'est dans ce contexte économique très difficile que l'État a cherché à encourager la création et le développement de micro et petites entreprises (MPE) par les jeunes diplômés (ou non) à l'aide d'une stratégie publique de promotion de l'auto-emploi. Ainsi, avec l'aggravation du chômage des jeunes dans les années 80, l'État a initié en 1987, avec la loi n° 36/87, une nouvelle opération de financement dite « crédits jeunes promoteurs » dédiée aux jeunes diplômés, *via* un fonds spécial d'un milliard de dirhams pour soutenir la création de MPE par des jeunes chômeurs. Ce mécanisme a été complété et renforcé en 1995 (loi n° 13/94) et 2000 respectivement par le crédit jeune entrepreneur et le programme d'aide à l'auto-emploi.

Le crédit jeune promoteur devait favoriser l'insertion des jeunes diplômés dans la vie active à l'aide d'un cofinancement, entre l'État et le système bancaire, de l'investissement à long terme et à taux bonifié dans la petite entreprise (tableau 16). Entre son démarrage en 1988 et son abrogation en 2002, cette modalité de financement a bénéficié à 12 642 jeunes promoteurs (dont 48 % venant du secteur de la santé : médecins, pharmaciens, etc.). Elle a permis la création de 49 000 emplois et généré 6 milliards de dirhams d'investissements (*La Vie économique* du 09/12/2005). Cependant, cette procédure n'a pas été une réussite au vu des résultats escomptés (qui étaient de 2 000 MPE et quelque 250 000 emplois) et des difficultés de remboursement d'un certain nombre d'emprunteurs. En 2005, on ne comptait pas moins de 2 656 « jeunes promoteurs » en cessation de paiement dont les deux tiers dans le domaine de la santé.

Tableau 16
Quelques indicateurs d'appréciation des crédits jeunes promoteurs

	Nombre de MPE créées	Total des programmes d'investissement	Prêts de l'État	Prêts des banques	Emplois créés
1994	800	503383784	292984214	113273029	3413
1995	1192	738903697	295680043	289371686	5887
1996	1180	678600486	281467174	281764174	4562
1997	987	552100408	230244463	230244463	3701
1998	835	42118510	175857300	175857300	3122
1999	954	706183115	295532806	295323806	2785
Total	5948	3600390000	1571751000	1385537458	23470

Source : GPBM et M. Boussetta (2013), « Entrepreneuriat des jeunes et développement de l'esprit d'entreprise au Maroc : l'expérience de Moukawalati », Rapport de recherche du FR-CIEA, n° 54/13, www.trustafrica.org/icbe.

Il est notoire de constater, après plusieurs années de fonctionnement, que ces mécanismes de soutien financier ne sont pas concluants. Cet échec est imputable à des causes multiples comme la frilosité des établissements bancaires à octroyer les crédits nécessaires qui se manifestaient notamment par la lenteur et la complexité des procédures et formalités d'obtention des financements, mais aussi sans doute par l'absence d'expérience du jeune diplômé créateur d'entreprise.

Face à l'échec du crédit jeune promoteur, le programme national « Moukawalati » a été lancé par l'État en 2006 pour aider les diplômés chômeurs de l'enseignement supérieur et les autres à créer leur Toute Petite Entreprise : micro et petite entreprise (MPE). En plus du volet soutien financier, les jeunes créateurs bénéficiaient également d'un accompagnement durant les différentes phases de création et de développement. De même, l'accomplissement des démarches auprès d'un guichet d'accueil unique, institué centre Moukawalati sous la responsabilité du wali de la région, avait pour objectif de simplifier et d'encourager le processus entrepreneurial. Ce dispositif avait l'ambition d'encourager la création de 30 000 unités à l'horizon 2008 et de générer entre 60 000 et 90 000 emplois (de l'ordre de 2 à 3 emplois créés par MPE). En favorisant l'auto-emploi, cette initiative avait pour objectif aussi de développer et de diffuser la culture de l'entrepreneuriat chez les jeunes sortant de la formation professionnelle et les chômeurs diplômés du supérieur (ou bacheliers). Les résultats obtenus sont néanmoins très faibles au vu des objectifs initiaux. En effet, entre 2007 et 2011 (tableau 17 et schéma 38),

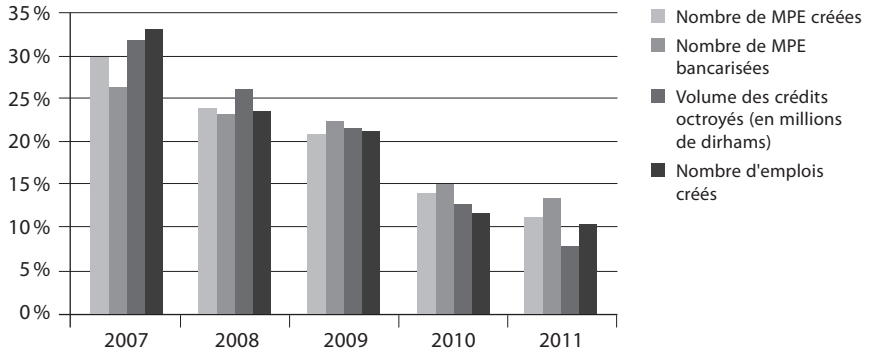
le dispositif Moukawalati n'a permis la création que de 2 050 entreprises, soit seulement 6,8 % de l'objectif fixé au départ à 30 000.

Tableau 17
Résultats chiffrés du programme Moukawalati

	2007		2008		2009		2010		2011		Total
	NB	%	NB	%	NB	%	NB	%	NB	%	
Nombre de MPE créés	612	29,85	491	23,95	430	20,97	285	13,29	232	11,31	2050
Nombre de MPE bancarisées	241	26,25	213	23,20	505	22,34	137	14,92	122	13,29	918
Volume des crédits octroyés (en millions de dirhams)	1254	31,72	1032	26,0	856	21,64	501	12,66	312	7,89	3955
Nombre d'emplois créés	2038	32,97	1457	23,58	1324	21,43	729	11,79	632	10,23	6180

Source : ANAPEC et calculs de M. Boussetta (2013), « Entrepreneuriat des jeunes et développement de l'esprit d'entreprise au Maroc : l'expérience de Moukawalati », Rapport de recherche du FR-CIEA, n° 54/13, www.trustafrica.org/icbe.

Schéma 38
Résultats globaux du programme Moukawalati



Source : ANAPEC et calculs de M. Boussetta (2013), « Entrepreneuriat des jeunes et développement de l'esprit d'entreprise au Maroc : l'expérience de Moukawalati », Rapport de recherche du FR-CIEA, n° 54/13, www.trustafrica.org/icbe.

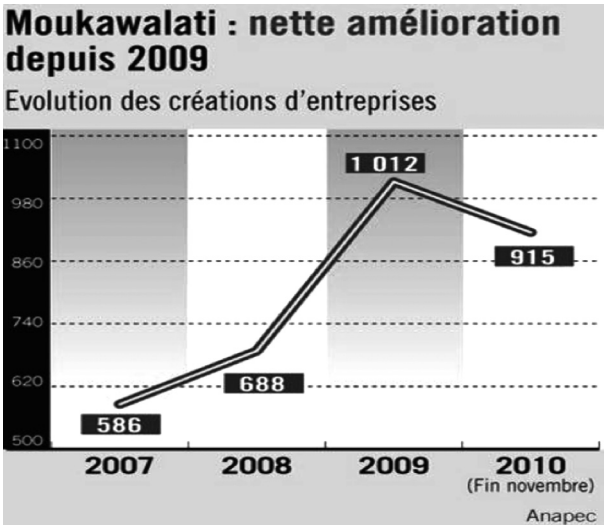
Durant cette même période (2007-2011), le financement bancaire n'a concerné que 918 entreprises créées, soit 44,8 % du total des créations de ce programme. Paradoxalement, l'objet même du programme Moukawalati était de venir en aide au financement des entreprises créées.

Il semble même que le financement bancaire de cette opération se soit pratiquement arrêté fin 2010. Le volume total des crédits octroyés par les banques à ce programme a baissé, passant de 1 254 millions de dirhams en 2007 à 312 millions de dirhams en 2011.

Initialement, le projet Moukawalati projetait la création de 30 000 PME devant générer 90 000 emplois. Le lancement était prometteur : de 2007 à 2009, le nombre des créations a connu une progression très significative, passant de 586 à 1 012 entreprises (schéma 39) ; mais mais la courbe s'est nettement inversée depuis. De ce fait, le nombre d'emplois généré entre 2007 et 2011 est un peu plus de 6 180.

Schéma 39

Création d'entreprises dans le programme Moukawalati entre 2007 et 2010



Source : Anapec, 2010.

Dans une étude, Mohammed Boussetta (2013) a cherché à comprendre les origines de l'échec du programme Moukawalati entre 2007 et 2011. Il a mené son enquête auprès d'un échantillon représentatif constitué de 360 jeunes diplômés entrepreneurs bénéficiaires de ce programme dont la population-mère est hétérogène. Le niveau de formation des entrepreneurs enquêtés est varié, mais environ 19 % ont un bac ou un bac plus deux, 2,8 % n'ont qu'un niveau du secondaire (tableau 18). S'agissant du secteur

d'activité, 52,20 % des entreprises créées de l'échantillon appartiennent au secteur des services (schéma 40).

Tableau 18

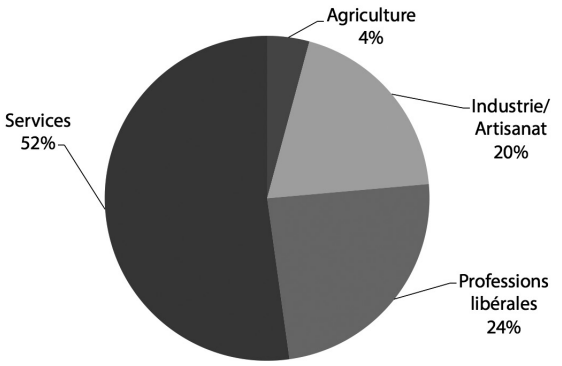
Niveau de formation des bénéficiaires du programme Moukawalati

Niveau	Nombre d'enquêtés	En %
Secondaire	10	2,8
Bac	70	19,4
Bac + 2	70	19,4
Licence	68	18,5
Master	43	12,0
Autres	99	27,5
Total général	360	100,0

Source : M. Boussetta (2013), « Entrepreneuriat des jeunes et développement de l'esprit d'entreprise au Maroc : l'expérience de Moukawalati », *Rapport de recherche du FR-CIEA*, n° 54/13, www.trustafrica.org/icbe.

Schéma 40

Entreprises créées selon les secteurs d'activité



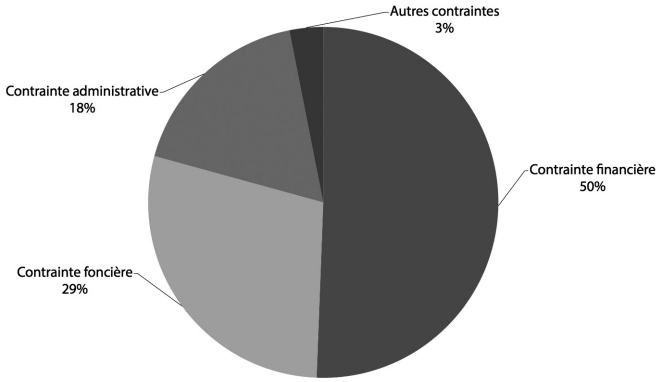
Source : M. Boussetta (2013), « Entrepreneuriat des jeunes et développement de l'esprit d'entreprise au Maroc : l'expérience de Moukawalati », Rapport de recherche du FR-CIEA, n° 54/13, www.trustafrica.org/icbe.

A l'instar d'autres études, l'un des principaux résultats de cette enquête est que, pour le jeune entrepreneur, le financement est incontestablement déterminant dans la création, l'exploitation et la pérennité de son entreprise. Ainsi, pour 58,8% des enquêtés, la question du financement est de loin la première contrainte « et la plus prioritaire » pour réussir la

création. La problématique du financement constitue un défi majeur pour le jeune entrepreneur (schéma 41).

Schéma 41

Classement des contraintes rencontrées par les bénéficiaires du programme Moukawalati entre 2007 et 2011



Source : M. Boussetta (2013), « Entrepreneuriat des jeunes et développement de l'esprit d'entreprise au Maroc : l'expérience de Moukawalati », Rapport de recherche du FR-CIEA, n° 54/13, www.trustafrica.org/icbe.

Force est de constater que le programme d'aide à l'auto-emploi via le soutien par les crédits bancaires n'a pas abouti aux résultats attendus. Les rigidités institutionnelles ne favorisent pas la création et le développement de la TPE. Les difficultés sont de plusieurs natures : le manque d'expérience et de culture entrepreneuriale des créateurs, la lourdeur et la complexité des procédures administratives et l'inefficacité d'un système bancaire oligopolistique à allouer le financement adapté à la TPE. D'où la nécessité pour les pouvoirs publics d'initier et d'encourager la création de fonds et mécanismes de garantie des financements à l'adresse des petites structures pour les aider à franchir au moins l'obstacle de la garantie (cf. chapitre 4).

Moukawalati est une occasion manquée de développer l'auto-emploi et, par conséquent, l'investissement au Maroc. L'auto-emploi constitue déjà, selon le HCP, environ 33 % dans l'emploi total au 3e trimestre 2010. Dans le cadre du plan d'accélération industrielle en cours au Maroc, le dépassement des limites citées par la levée des rigidités, particulièrement en matière de financement, serait de nature à relancer ce canal de création d'entreprises et dynamiser l'investissement industriel.

Face aux effets limités des crédits d'aide à l'auto-emploi, il faut s'interroger à présent sur le rôle économique et la capacité des compartiments actions et obligations de la bourse de Casablanca à mettre à la disposition des entreprises les capitaux nécessaires à leurs investissements.

6. Capacités de financement des entreprises marocaines par les compartiments actions et obligations de la Bourse

Les marchés de capitaux constituent l'autre canal de financement de l'activité économique des entreprises. Théoriquement, un fonctionnement efficient des marchés financiers doit permettre d'assurer une allocation optimale des ressources. Poursuivons ici notre problématique, pour nous interroger sur la capacité de la bourse de Casablanca à mobiliser et à transférer l'épargne des ménages et des institutions à capacités excédentaires aux entreprises, accompagnant ainsi leur développement industriel.

Depuis la décennie 90, le marché boursier de Casablanca s'est significativement modernisé et s'est doté d'organismes de gestion et de contrôle de la transparence des transactions, avec l'ambition de se transformer en Casablanca Finance City[30] (CFC). Son objectif est de se rapprocher des standards internationaux en matière de segments de marchés et d'instruments financiers et de se hisser en bonne place en Afrique[31].

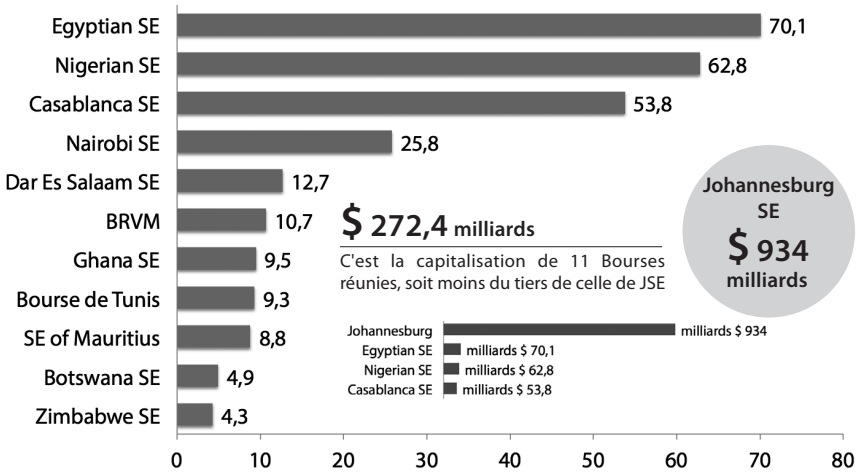
En 2014, avec un montant de 127 millions USD levés, CFC a été la 3e bourse africaine (CDVM, 2015) et la 3e également en termes de nombre d'introductions réalisées en bourse entre 2010 et 2014 (schéma 42 et tableau 19). Par ailleurs, observons qu'en juin 2015 le poids de l'Afrique (27,18 %) dans l'indice frontière de référence Morgan Stanley Capital International (MSCI Frontier Market) n'a pas été du tout négligeable (schéma 43). Signalons à ce propos que le Maroc n'est rentré dans cet indice frontière qu'en 2013, après son retrait de l'indice émergents, pour des raisons liées à la relative faiblesse de la liquidité de son marché.

30. Magazine *Forbes* a classé 7 entreprises marocaines dans le Top 100 des capitalisations africaines.

31. Global Finance Center Index (GFCI) a classé, en 2014, Casablanca Finance City 2e place financière africaine.

Schéma 42

Capitalisations boursières des principales bourses africaines en 2014



Présentation élaborée à partir du recoupement de plusieurs sources : rapport annules 2014, bourses et banques centrales, rapports statistiques des bourses, statistiques de la World Federation of Exchanges, statistiques de l'African Securities Exchanges Association, classification des pays par FTSE
Source : www.cdvm.gov.ma, *News Letter*, n° 22, 2e trimestre 2015.

Tableau 19

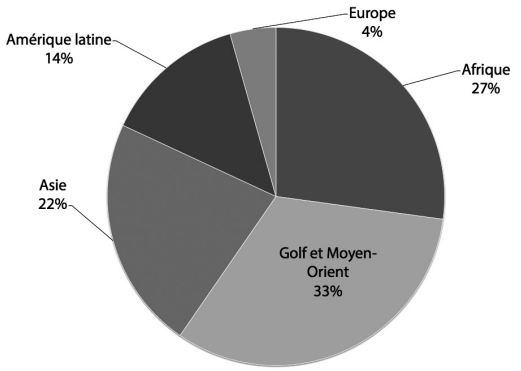
Nombre d'introductions en bourse entre 2010 et 2014 dans quelques pays d'Afrique

Pays	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Afrique du Sud	7	5	5	4	9	31
Tunisie	3	1	2	11	6	23
Maroc	2	3	1	1	1	8
Kenya	0	2	2	0	1	5
Égypte	3	0	0	0	1	4
BVMAC	0	0	0	1	0	1
Botswana	2	2	1	0	0	5
Tanzanie	0	1	0	1	2	4
Nigéria	1	0	0	1	1	3
Rwanda	0	2	0	0	0	2
Ouganda	1	0	1	0	0	2
Mozambique	0	0	0	1	0	1
Ile Maurice	0	1	0	0	1	2
Algérie	1	0	0	0	0	1
Zambie	0	0	0	0	1	1
Ghana	0	0	0	0	1	1
Total*	18	17	11	20	24	90

* Total ajusté des doubles cotations. (IPO Watch Africa 2014), Pwc-South Africa.
Source : www.cdvm.gov.ma, *News Lettrer*, n° 22, 2e trimestre 2015.

Schéma 43

Poids en % de l'Afrique en juin 2015 dans l'indice MSCI Frontier Market



Source : www.cdvm.gov.ma, *News Lettrer*, n° 22, 2e trimestre 2015.

Cependant, la contribution de CFC au financement des PME-PMI reste marginale, et ce malgré l'adoption de certaines réformes fiscales censées faciliter et encourager leur introduction en bourse.

En effet, les PME-PMI en général et marocaines en particulier rencontrent quelques difficultés pour lever des capitaux à long terme. Cela est dû soit aux contraintes techniques, au vu de leur taille sur le segment actions, soit aux faibles volumes de financement ne permettant pas d'accéder au marché obligataire qui se trouve encore en phase de développement au Maroc.

Par ailleurs, des interrogations demeurent sur les organes de contrôle de la Bourse : sont-ils perçus comme étant crédibles par les investisseurs et les emprunteurs ? De même, des questions subsistent sur certains modes de cotation comme les formules de « blocs » : sont-ils réellement transparents ? Par rapport aux besoins de financement des entreprises marocaines qui s'appuient très largement sur l'autofinancement, et dans une moindre mesure sur les crédits bancaires, n'y a t-il pas encore un large potentiel dans la levée des capitaux sur le segment actions pour des projets industriels innovants à long terme ?

6.1. Le rôle du marché actions dans le financement des entreprises industrielles

Dans leur stratégie de développement ou de croissance (voire de création), les entreprises marocaines ont besoin d'émettre des actions en

bourse pour financer leurs activités. Il s'agit du rôle économique assigné, normalement, aux bourses de valeurs dans le monde, et ce quel que soit le niveau de développement du pays. Pour cela, la bourse de Casablanca (CFC) s'est modernisée pour devenir attractive, liquide et performante. CFC dispose de deux types de compartiment : le marché central et le marché de blocs.

A fin mai 2015, la capitalisation boursière de CFC était de 493,1 milliards de dirhams, en hausse de 5,7 % par rapport à celle de fin mai 2014. En 2014, le volume global échangé sur le marché des actions était de 39,41 milliards de dirhams (en baisse de 19 % par rapport à 2013) dont 70,02 % des transactions effectuées sur le compartiment central (tableau 20). Malgré la modernisation entamée de la Bourse, par rapport aux bourses émergentes ou en développement, la place financière de Casablanca souffrait jusqu'en 2012 de l'absence d'offre de produits financiers diversifiés et notamment de produits dérivés (tableau 21), à cause d'une réglementation n'évoluant pas avec les pratiques du marché.

Tableau 20
Indicateurs relatifs à la bourse de Casablanca

	Croissance moyenne en %																		Croissance moyenne en %	
	90-94	95-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	00-07	08-14
MASI				3807	3180	3944	4522	5539	9479	12695	10984	10444	12655	11028	9359	9114	9620	22,2	-3,4
MADEX				2963	2241	3175	3522	4359	7744	10464	9061	8464	10335	9012	7614	7418	7843	23,4	-3,5
Chiffre d'affaires de la bourse (en milliards Dh)	66,7	61,3	37,8	26,7	22,5	53,7	35,7	99,2	139,1	236,1	217,7	127,9	182,2	59,9	49,8	55,4	44,7	36,1	-22,0
Capitalisation boursière (en milliards de Dh)	49,8	29,4	114,9	104,7	87,2	115,5	206,5	252,3	417,1	586,3	531,7	508,9	579,0	516,2	445,3	451,1	484,4	26,2	-2,4
Volume des dividendes (en milliards de Dh)	22,8	25,1	3,7	4,0	4,4	5,4	6,2	10,5	12,3	14,7	19,5	21,2	20,8	20,4	22,0	19,5		21,8	4,1
Capitalisation boursière/PIB (en %)	7,4	29,2	29,2	24,5	19,6	24,2	40,9	47,8	72,2	95,1	77,2	69,5	75,8	64,3	53,8	51,7	52,8	47,5	62,7
Vitesse de circulation des action (1)	17,3	43,3	32,9	25,5	25,8	46,5	17,3	39,3	33,3	55,6	40,9	25,1	31,5	11,6	11,2	12,3	9,2	39,3	21,0
Rendement moyen générale (2)	3,5	2,0	3,2	3,9	5,0	4,7	3,0	4,2	2,9	2,5	3,7	4,2	3,6	4,0	4,9	4,3		3,3	3,5

(1) Rapport entre le chiffre d'affaires global et la capitalisation boursière.
(2) Rapport entre le volume des dividendes et la capitalisation boursière.

Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), « Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques », Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm

Tableau 21

Absence de produits dérivés en 2012

Comparaison des offres de produits en 2012

	Produits dérivés					
	Actions	**Indices**	**Oblig.**	**Devises**	**Taux**	**Mat. 1re**
Égypte (EGX)	W	O/F	O/F		O/F	O/F
Chine (SSE/SFE)	W	Trated on Shanghai Future Exchange				
Hong Kong	O/F	O/F	F		F	
Indonésie (IDX)	O/F	O/F			F	F
Malaisie (BM)	W/F	O/F	F		F	F
Singapour (SGX)	W	O/F			O/F	F
Taïwan (TSEG/TAIFEX)	W	Traded on TAIFEX				
Maroc (CSE)						
Produits cotés sur ledit marché. Produits similaires ou cotés sur d'autres marchés du même pays.					W Warrent O Option F Future	

Source : http://www.leconomiste.com/article/ n° 895375 du 11/06/2012.

Du point de vue théorique, la performance des actions est à relier au concept d'efficience des marchés financiers. Selon les tests d'efficience, on ne peut pas prévoir les rentabilités futures des actions à partir des rentabilités passées. Ces tests supposent la normalité et la linéarité des séries de prix boursiers. Ils considèrent que les séries de rentabilité des actions sont indépendantes et identiquement distribuées (*iid)*. Il s'agit de l'hypothèse d'une marche aléatoire des prix des actifs financiers (efficience de forme faible) défendue par Famas (1965).

Mais des études plus récentes allaient montrer que les distributions des cours boursiers d'actions cotées sur les marchés continus étaient plutôt asymétriques et non linéaires. Suivant la formulation de Schiller[32] (2003), l'efficience des marchés financiers est fondée sur l'hypothèse selon laquelle le prix (P_t) d'une action, compte tenu de toutes les informations disponibles à un moment donné, est égal à la valeur actualisée des flux des dividendes futurs distribués par l'entreprise (Pt^*). Pt^* n'étant pas connu à l'instant t, il doit être prédit, et, d'après l'efficience informationnelle, il est égal à la valeur optimale de celle-ci.

Lors de ses recherches doctorales sur l'efficience des marchés financiers des pays émergents, Khalid Bakir (2002) a mené une analyse empirique sur l'efficience informationnelle (sous sa forme semi-forte) de la bourse

32. Schiller expose les principes de la théorie de l'efficience pour la critiquer par la suite.

de Casablanca. Il a étudié la distribution des rentabilités quotidiennes d'un échantillon représentatif de la bourse (au 31 décembre 2000, le nombre total de titres cotés était de 53) constitué de 28 valeurs et de celle de l'indice général de la bourse de janvier 1996 à décembre 2000. Ses principaux résultats concluent au rejet de l'hypothèse de l'efficience du marché boursier marocain.

Aussi dans une autre étude sur l'efficience informationnelle de la bourse de Casablanca**,** Essardi et El Bouhadi (2007) ont appliqué les tests de l'efficience de forme faible sur un échantillon de huit valeurs (BMCE, BMCI, CMA, HOL, LAC, ONA, SNI, SONA) parmi les plus actives de l'indice MADEX pendant la période 1997-2005 avec des observations quotidiennes. Pour cela ils ont utilisé, notamment, le test BDS (Brock, Dechert, Scheinkman and Le Baron, 1996). Leurs conclusions font état d'un effet ARCH des séries de rentabilités observées relevant leur volatilité et leur non-normalité. Le test BDS indique l'absence de linéarité des rentabilités. Il conclut au rejet de l'hypothèse (EMH) d'efficience du marché de Casablanca.

Revenons à notre problématique pour questionner la capacité du marché des actions à permettre le transfert des fonds des épargnants (ménages et investisseurs institutionnels entre autres) vers les entreprises ayant des besoins de financement à long terme. Le bon fonctionnement de ce canal, exempt de rigidités et de distorsions, ne peut que participer à la dynamique nécessaire à la mise en place d'une politique industrielle au Maroc. Force est de constater que peu d'entreprises marocaines franchissent le pas en levant des capitaux à la bourse de Casablanca. En vingt-et-un ans, de 1993 à 2014, le nombre de sociétés cotées est passé de 65 à 75 (tableau 22 et schéma 44). Pourtant, le nombre potentiel d'entreprises pouvant prétendre satisfaire les conditions d'introduction en bourse serait de 500 (Hammes, 2006). La structure de la capitalisation boursière par secteur d'activité montre que la moyenne de l'industrie a baissé de 30,7 % entre 1995 et 1999 à 18,5 % de 2008 à 2014 (tableau 23).

Les efforts accomplis avec la modernisation de la bourse en matière d'assouplissement des conditions d'introduction n'ont pas convaincu la réticence des entreprises, gérées avec une gouvernance encore familiale, à ouvrir leur capital à d'autres investisseurs. Les introductions en bourse (appel public à l'épargne) par augmentation de capital restent très faibles selon les statistiques : 151 millions de dirhams en 2003 et 218 millions de dirhams en 2011. En revanche, s'agissant des entreprises déjà cotées,

les augmentations de capital sont significatives, elles ont porté sur 760 millions de dirhams en 2004 et 7,4 milliards de dirhams en 2012.

Tableau 22

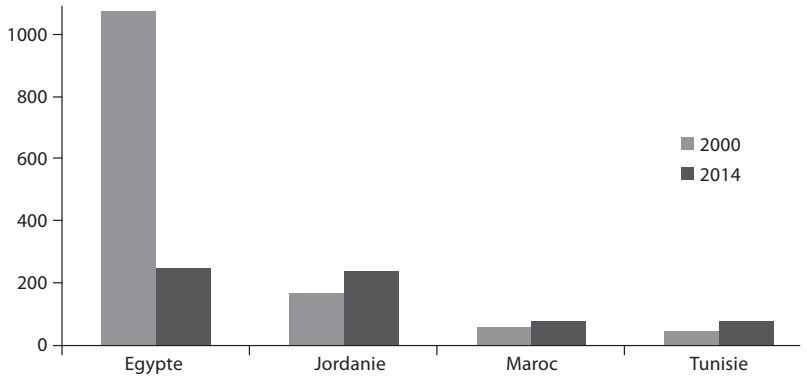
Évolution du nombre de PCVM et de sociétés cotées à la bourse de Casablanca

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sociétés introduites	1	2	0	0	2	3	10	10	5	0	2	3	1	0	1
Sociétés radiées	2	0	0	3	1	2	1	0	1	1	4	1	0	1	2
Sociétés cotées	53	55	55	52	53	54	63	73	77	76	74	76	77	76	75
OPCVM	141	154	160	169	181	185	200	238	260	294	320	333	360	373	384

Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), « Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques », Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

Schéma 44

Comparaison du nombre de sociétés cotées à la bourse de Casablanca avec certains pays émergents en 2014



Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), «Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques», Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

Tableau 23

Structure de la capitalisation boursière par secteur d'activité

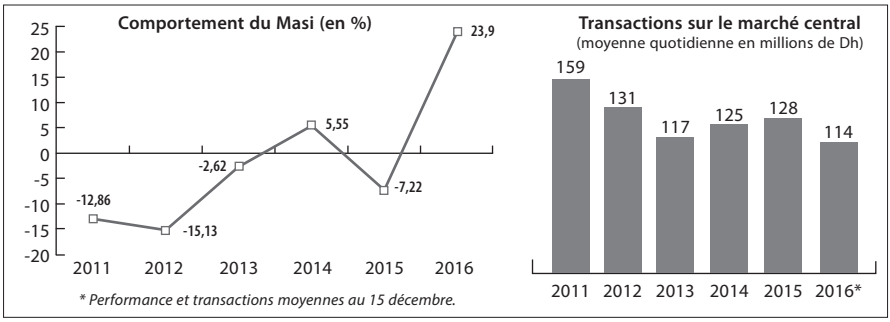
	Moyenne en %																Moyenne en %	
	95-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	04-07	08-14
Banques	31,7	28,9	29,8	31,2	29,1	19,7	20,9	25,4	25,8	25,2	26,6	31,1	31,3	33,3	34,6	35,2	25,3	30,9
Sociétés financières	29,0	29,8	29,6	26,6	25,3	15,8	15,0	12,8	12,8	12,7	12,5	5,7	6,7	7,2	6,6	6,4	16,8	8,3
Énergie et mines	7,0	12,8	12,1	7,2	6,8	3,4	4,9	4,2	3,2	2,8	3,2	4,2	7,4	7,1	8,6	7,3	5,2	5,7
Industrie	30,7	26,7	26,5	33,0	37,0	23,0	21,9	17,6	17,4	15,6	17,9	19,7	18,7	19,0	19,2	19,7	21,7	18,5
Services	1,6	1,8	2,1	2,0	1,8	38,1	37,3	39,9	40,8	43,7	39,9	39,2	35,9	33,4	31,0	31,4	31,1	36,6

Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), «Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques», Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

Soulignons également que la relativement faible prévisibilité de la performance financière des entreprises à moyen et long termes peut décourager les investisseurs de long terme. L'indice MASI, qui synthétise les variations des cours de bourse des actions d'importantes entreprises cotées à Casablanca Finance City, affiche de grandes fluctuations d'une année sur l'autre (schémas 45 et 46 et tableau 24).

Schéma 45

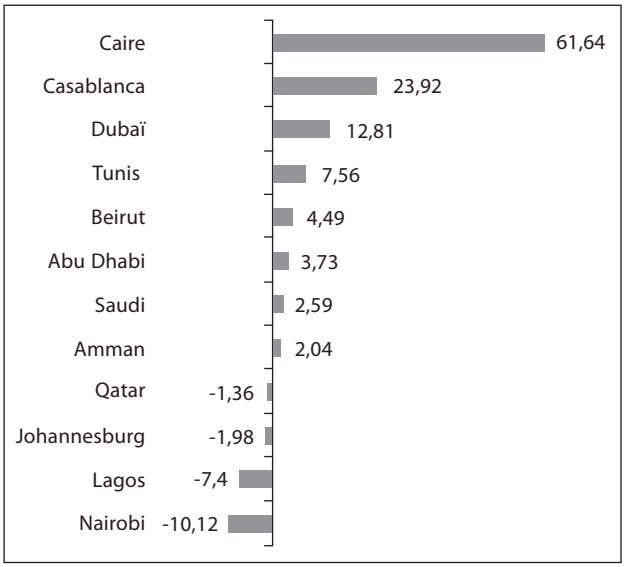
Faible prévisibilité du MASI



Source : Bourse des valeurs de Casablanca, 2016.

Schéma 46

***Performance de la bourse de Casablanca en 2016 par rapport aux bourses de la région MENA** (en %)*



Source : Bourse des valeurs de Casablanca, 2016.

Tableau 24
Indicateurs de la bourse des valeurs de Casablanca

	Croissance moyenne en %																	Croissance moyenne en %	
	90-94	95-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	00-07	08-14
MASI				3807	3180	3944	4522	5539	9479	12695	10984	10444	12655	11028	9359	9114	9620	22,2	-3,4
MADEX				2963	2241	3175	3522	4359	7744	10464	9061	8464	10335	9012	7614	7418	7843	23,4	-3,5
Chiffre d'affaires de la bourse (en milliards Dh)	66,7	61,3	37,8	26,7	22,5	53,7	35,7	99,2	139,1	236,1	217,7	127,9	182,2	59,9	49,8	55,4	44,7	36,1	-22,0
Capitalisation boursière (en milliards de Dh)	49,8	29,4	114,9	104,7	87,2	115,5	206,5	252,3	417,1	586,3	531,7	508,9	579,0	516,2	445,3	451,1	484,4	26,2	-2,4
Volume des dividendes (en milliards de Dh)	22,8	25,1	3,7	4,0	4,4	5,4	6,2	10,5	12,3	14,7	19,5	21,2	20,8	20,4	22,0	19,5		21,8	4,1
Capitalisation boursière/PIB (en %)	7,4	29,2	29,2	24,5	19,6	24,2	40,9	47,8	72,2	95,1	77,2	69,5	75,8	64,3	53,8	51,7	52,8	47,5	62,7
Vitesse de circulation des action (1)	17,3	43,3	32,9	25,5	25,8	46,5	17,3	39,3	33,3	55,6	40,9	25,1	31,5	11,6	11,2	12,3	9,2	39,3	21,0
Rendement moyen générale (2)	3,5	2,0	3,2	3,9	5,0	4,7	3,0	4,2	2,9	2,5	3,7	4,2	3,6	4,0	4,9	4,3		3,3	3,5

(1) Rapport entre le chiffre d'affaires global et la capitalisation boursière.
(2) Rapport entre le volume des dividendes et la capitalisation boursière.

Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), « Tableaux de bord des indicateurs macroéconomiques », Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

Après trois années de baisse, en 2014, le MASI a renoué avec la hausse (+ 5,55 %), pour replonger à nouveau en 2015 à -7,22 %. Au 15 décembre 2016, avec 23,92 % de hausse, le MASI affiche la deuxième meilleure performance de l'année dans la région MENA, après l'EGX 30 de la bourse du Caire. Cependant, ces performances sont hétérogènes selon les principaux secteurs[33] du marché (schéma 47).

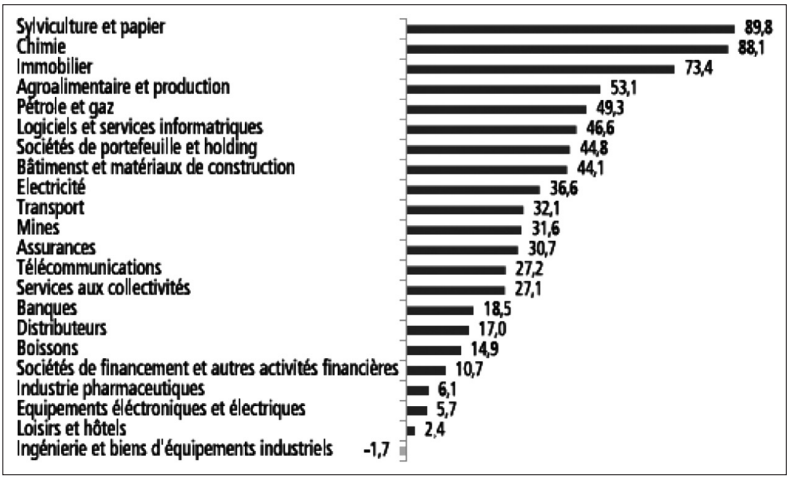
En 2014, les transactions ont baissé de 21 % sur l'ensemble des compartiments. D'une manière générale les volumes échangés sont relativement faibles. Sur le marché central, de 2011 à 2016, les transactions moyennes quotidiennes étaient de 132 millions de dirhams. Mais de janvier au 15 décembre 2016, ces échanges moyens journaliers n'ont pas dépassé 114 millions de dirhams. Cela reflète la première faiblesse de la bourse de Casablanca : le manque de liquidité. Il s'agit d'une problématique

33. Maroc Telecom, avec une valeur de 100 milliards de dirhams, reste en 2014 la première capitalisation du marché, soit 20,65 % de la capitalisation globale. L'indice de l'immobilier a chuté de 28,46 %, enregistrant la plus forte baisse du marché en 2014.

cruciale et urgente à traiter pour CFC. Le manque de profondeur de la Bourse observé depuis plusieurs années constitue un facteur défavorable au développement de CFC. Il est crucial de remédier à ce handicap pour susciter les introductions en bourse en attirant de nouveaux capitaux. Du coup, la notation financière, lorsqu'elle existe au Maroc, n'est pas forcément incitative à l'égard des PME-PMI à cause de ce manque de prévisibilité. De plus, la faiblesse – voire l'absence – d'un marché secondaire de la dette des PME-PMI oblige les investisseurs à son portage jusqu'à l'échéance.

Schéma 47

Évolution des indices sectoriels en 2016 *(en %)*



Source : BAM et Bourse des valeurs de Casablanca, 2017.

Les PME-PMI sont un véritable moteur de création d'emplois et de richesse, mais elles éprouvent toujours des difficultés à financer leur développement par augmentation de capital sur le marché des actions. Malgré la création du 2e compartiment (« Développement », avec 18 valeurs) et du 3e (« Croissance », avec 15 valeurs) dédiés aux entreprises moyennes, les PME-PMI n'ont pas encore la capacité de satisfaire aux règles complexes d'introduction en bourse, de communication financière et de bonne gouvernance. Les seuils d'émission sont élevés : 75 millions de dirhams pour le marché principal et 25 millions de dirhams pour le marché « développement » (CDVM, 2011). En effet, peu de PME-PMI peuvent lever un montant minimal de 10 millions de dirhams (seuil le plus bas pour le marché « croissance »).

Par ailleurs, on note une absence d'incitation à l'introduction en bourse d'entreprises à capitaux majoritairement publics. Par exemple, le groupe minier Office chérifien des phosphates (OCP) serait largement éligible à la cote. De même, il faut souligner l'absence de la cote de certains secteurs comme l'aérien, l'agriculture ou le textile.

Les entreprises industrielles constituées d'environ 95 % de PME-PMI n'utilisent pas la Bourse pour satisfaire leurs besoins permanents en capitaux nécessaires à leur croissance, ceci pour des raisons économiques liées aux coûts élevés d'introduction et de cotation et assez contraignantes. Par exemple, le processus d'introduction en bourse pouvant prendre six à huit mois est jugé trop long par les professionnels. Cela étant, des raisons socioculturelles peuvent aussi expliquer cette réticence des entreprises vis-à-vis du financement par la Bourse (El M'kaddem et El Bouhadi, 2006). En effet, le capital de l'entreprise marocaine, souvent de statut familial (fermé), se transmet par héritage. Ce statut rend l'entreprise très réticente à l'ouverture sur le capital étranger.

De plus, l'exigence de la publication des comptes imposée par la transparence de la cotation en bourse se heurte à la tradition culturelle (voire archaïque) du secret « viscéral » de famille entretenu par les propriétaires, qui sont aussi les dirigeants de l'entreprise. La modernité institutionnelle tant mise en avant dans les réformes du pays rencontre une certaine résistance face au caractère familial de l'entreprise marocaine.

D'ailleurs, lorsque la publication des comptes devint obligatoire suite à la réforme de la bourse de Casablanca en 1993, 18 sociétés sur 63 optèrent pour la radiation plutôt que de se soumettre à cette transparence financière. L'introduction de nouvelles entreprises en bourse reste très faible. Par exemple, entre 2010 et 2016, neuf entreprises ont fait leur entrée en bourse alors que six en sont sorties. La dimension socio-économique pèse aussi sur l'épargnant, car l'investisseur marocain est un agent économique averse au risque. Il privilégie les placements à court terme et les plus-values dégagées par la spéculation immobilière. La crise financière de 2008 n'aurait-elle pas influencé le comportement de certains investisseurs ? Les particuliers qui contribuaient à hauteur de 25 % aux échanges en 2008 ne représentent en 2016 que 2 %.

Contrairement au financement bancaire, l'accès au marché des actions n'exige pas de caution ou de garanties financières, et pourtant les PME-PMI semblent appréhender cette solution de financement. Le refus de

perdre leur contrôle[34], l'exigence de transparence impliquant la publication des comptes[35] et l'inconvénient de leur petite taille (laissant penser que la Bourse sert d'abord les grandes entreprises) semblent être à l'origine de cette réticence à l'égard des marchés de capitaux (CDVM, 2015).

Aussi, pour essayer de lever ces craintes, la bourse de Casablanca œuvre ces dernières années à mettre la PME-PMI au centre de ses priorités en encourageant et en facilitant son accès au marché financier marocain. A cet effet, CFC a établi en juin 2015 un partenariat avec l'agence Maroc-PME et avec l'Association professionnelle des sociétés de bourse (APSB). La bourse de Casablanca a également conclu des partenariats avec la Confédération générale des entreprises du Maroc (CGEM) et avec les Centres régionaux d'investissement (CRI) du pays, en vue d'une diffusion des pratiques boursières auprès des entreprises et d'une formation du personnel. Il faut souligner la volonté et l'implication conséquente de tous les acteurs et parties prenantes pour stimuler la place de Casablanca.

Par ailleurs, dans sa politique d'incitation envers les entreprises à fort potentiel de croissance, la Bourse marocaine accorde depuis 2012, sous certaines conditions[36], une subvention de 500 000 dirhams aux PME pour leur introduction en bourse. Dans le même ordre d'idées, CFC collabore depuis 2014 avec le London Stock Exchange (LSE) en vue du lancement d'un marché dédié aux PME en labélisant celles qui souhaitent accéder au marché financier.

La bourse de Casablanca se caractérise par la domination des gros intervenants comme les institutionnels privilégiant les stratégies de spéculation, la faiblesse des investisseurs particuliers et la relative pénurie de papier. Par conséquent, elle ne permet pas facilement aux PME-PMI marocaines de lever les fonds nécessaires à leur développement économique. Malgré sa modernisation, les rigidités et les distorsions mentionnées plus haut affectent son efficacité à transférer les fonds entre épargnants et entrepreneurs industriels. Qu'en est-il du marché de la dette ?

---

34. Cette crainte est à relativiser : l'entreprise qui entre en bourse et ouvre son capital à concurrence de 30 % conserve son contrôle, sachant que la minorité de blocage est à un tiers du capital.

35. Soulignons que la publication et la disponibilité de l'information financière ont des effets bénéfiques sur l'entreprise cotée en bourse dans la mesure où elles rassurent les investisseurs et le marché.

36. A l'occasion d'une augmentation de capital, l'entreprise doit avoir des capitaux propres inférieurs à 50 millions de dirhams et ouvrir un minimum de 20 % de son capital notamment.

6.2. Financement de l'industrie par le marché de la dette privée

A l'instar des pays industrialisés, le marché obligataire pourrait jouer un rôle économique de premier plan dans le financement de l'économie et la fixation des taux d'intérêt à long terme dans les pays en développement. En effet, un marché de titres des dettes à long terme fonctionnant efficacement permet aux entreprises privées et publiques ainsi qu'à l'État (et aux collectivités locales) d'emprunter à long terme pour financer l'activité économique et les déficits publics.

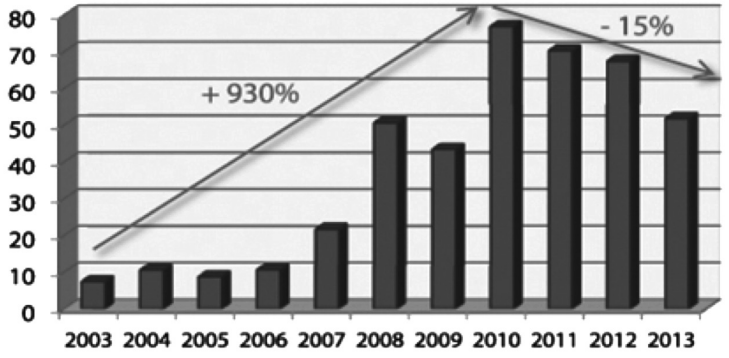
Notre problématique consiste justement à nous interroger sur les services effectivement rendus par ce marché par rapport à ceux escomptés, à l'issue de la modernisation du système bancaire et financier marocain.

De 2003 à 2010 (schéma 48), le marché marocain de la dette privée a connu une expansion fulgurante de 930 %, suivie d'une baisse de 15 % entre 2010 et 2013 (*Finances News*, 03/ 07/2014), mais il reste dominé par :

– des banques (63 % du total est émis par Attijariwafa bank et BMCE Bank, entre 2003 et 2013) ;
– des établissements et entreprises publiques (EEP), comme la Société nationale des autoroutes du Maroc ;
– le secteur du transport : l'ONCF et les infrastructures portuaires et aéroportuaires.

Schéma 48

***Dette privée marocaine** (en milliards de dirhams)*



Source : Finances News, le 03/07/2014.

L'encours du marché de la dette privée au Maroc est constitué de deux composantes (schéma 49) :

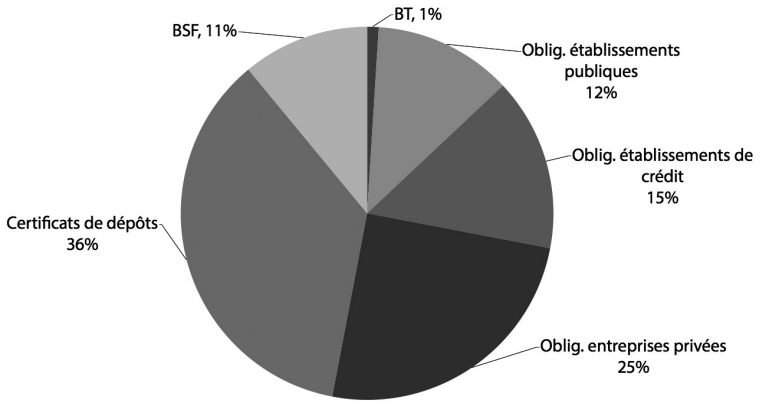
1. Les titres de créances négociables (TCN) dominent le marché de la dette privée et ont représenté environ 75 % du total des émissions entre 2003 et 2013 :

– les certificats de dépôts (CD) émis par les banques ;
– les billets de trésorerie (BT) émis par les entreprises non financières ; ils sont le fait de grandes firmes du fait de l'exigence de la communication financière ;
– les bons du Trésor négociables ;
– les bons de sociétés financières (BSF) émis par les sociétés de financement ;
– les bons des institutions financières spécialisées (BIFS).

2. Les obligations privées émises par les entreprises, les banques et les sociétés de financement.

S'agissant du billet de trésorerie (BT) apparu au Maroc au milieu de la décennie 90, le constat est que cet instrument n'est pas suffisamment exploité par les grandes entreprises. Il y a là une source de financement à promouvoir pour les entreprises marocaines en simplifiant les conditions d'éligibilité.

Schéma 49
Encours de la dette privée
Répartition de l'encours de TCN+oblig à fin décembre 2010



Source : CDVM (2011), *Le Financement des PME au Maroc.*

A fin 2010, l'encours des TCN était composé notamment :

– des billets de trésorerie (BT) : 1 % de l'encours global (TCN et obligations) émis par 4 grandes entreprises ;

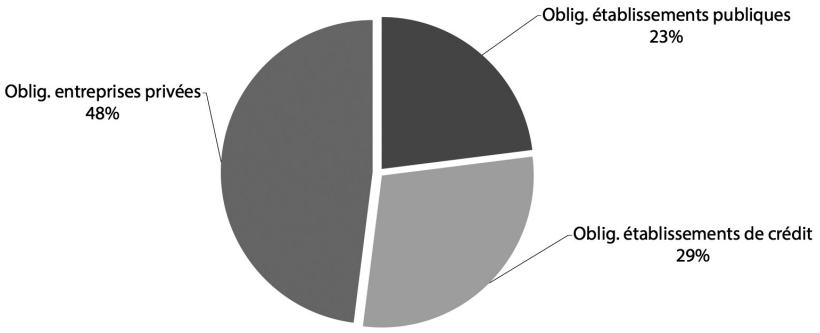
– des obligations privées : 25 % de l'encours global émis par 26 émetteurs pratiquement tous de grandes entreprises cotées en bourse.

Pour ce qui est de la composante du marché obligataire, les émissions d'obligations privées ont représenté à fin 2010 près de la moitié du marché obligataire marocain (schéma 50).

Schéma 50

Encours des obligations

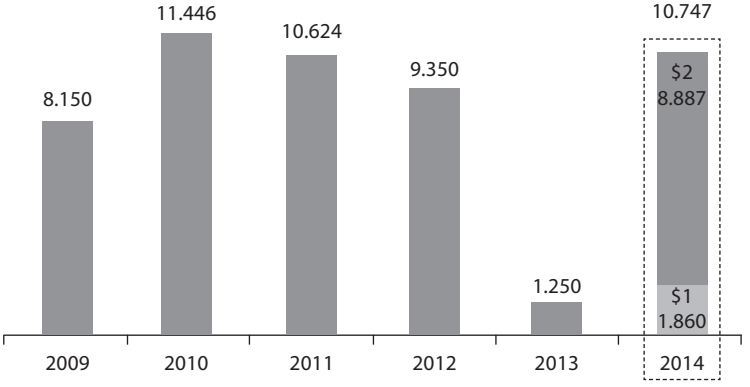
Répartition de l'encours des obligations à fin décembre 2010



Source : CDVM (2011), *Le Financement des PME au Maroc*.

Schéma 51

Encours des obligations levées par les entreprises en 2014



Source : CDVM, 2014.

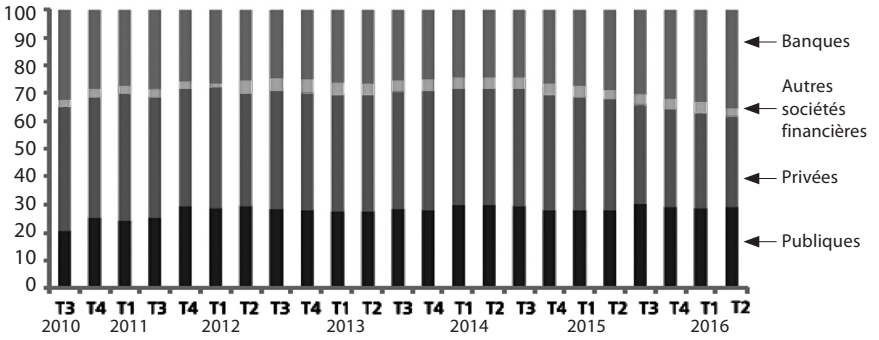
Sans atteindre le niveau de 2010 (11,4 milliards de dirhams), le marché obligataire a enregistré en 2014 un nouveau pic d'émissions à 10,7 milliards

de dirhams (incluant l'émission du CIH). La décrue des taux d'intérêt des bons du Trésor servant de référence à l'émission des nouvelles obligations peut expliquer ce volume élevé des émissions (schéma 51).

Malgré ce nouveau pic et l'arrivée de trois primo-émetteurs en 2014 (Zalagh Holding avec 350 millions de dirhams, Jet Alu avec 300 millions de dirhams et Axa Crédit avec 60 millions de dirhams), le marché obligataire marocain est loin d'épuiser son potentiel d'émissions. Le schéma 52 fait apparaître l'évolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur entre 2010 et 2016.

Schéma 52

Évolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur

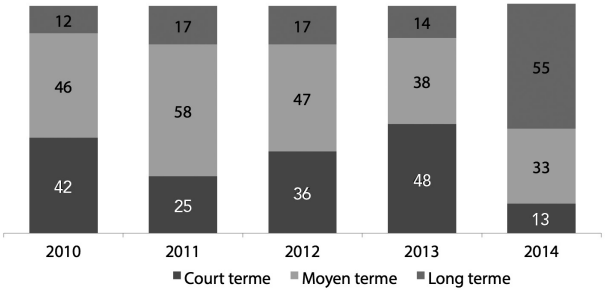


Source : Maroclear et calculs BAM (2016), *Rapport sur la politique monétaire*.

Rappelons que, comme dans de très nombreux pays du monde, l'État reste le premier emprunteur sur le marché obligataire, les emprunts publics contribuant significativement à l'amélioration de sa liquidité. Ce critère est primordial pour le développement de ce segment des marchés de capitaux, surtout dans le cas du Maroc où le marché financier n'a pas encore atteint sa maturité. S'agissant du financement du Trésor marocain sur le marché domestique, les nouvelles émissions ont atteint 110,2 milliards de dirhams en 2014, contre 175,2 milliards en 2013 (schéma 53). La baisse des émissions est la conséquence de la réduction du déficit budgétaire et d'une meilleure gestion de la trésorerie du Trésor. Cette réduction des emprunts intervient aussi dans un contexte de baisse des taux directeurs par BAM de 3 % à 2,75 % en septembre et à 2,5 % en décembre 2014, se propageant, *via* la courbe des taux, du marché monétaire aux marchés financiers de long terme (schéma 54).

Schéma 53

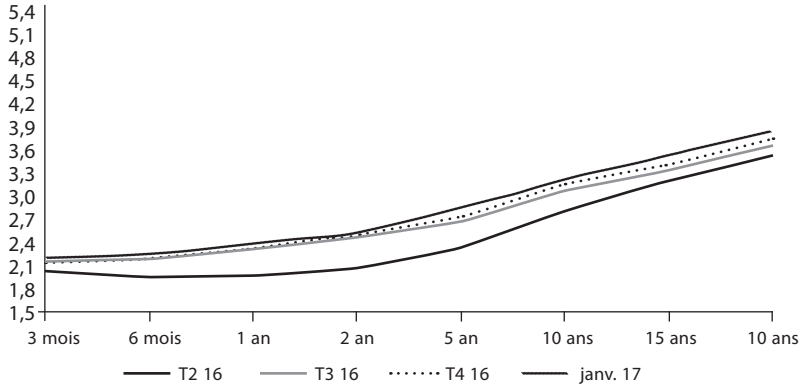
Émissions du Trésor par maturité



Source : Bank Al Maghrib (2014), *Rapport sur la politique monétaire.*

Schéma 54

Courbe des taux sur le marché secondaire



Source : Bank Al Maghrib (2017), *Rapport sur la politique monétaire.*

En définitive, le marché marocain de la dette privée est-il accessible pour les entreprises industrielles de taille moyenne ? Ce marché est très étroit et demeure limité à peu d'entreprises à cause des conditions d'admission. Pour une meilleure efficacité, il faudra corriger certaines rigidités comme :

– le statut de la société anonyme (SA) ;

– le seuil minimal d'émission d'obligations : 20 millions de dirhams et la maturité minimale de deux ans.

Afin de dynamiser cette source de financement peu exploitée et gagner en efficacité, il conviendra de desserrer les contraintes sur le marché obligataire marocain en supprimant certaines rigidités et distorsions :

– lever l'opacité sur l'information et permettre l'accès des analystes et de la presse aux statistiques nécessaires aux investisseurs ;

– mettre en place des *market makers* (contreparties permanentes d'achat-vente) en vue d'augmenter la liquidité du marché ;

– introduire la notation des émetteurs et des dettes pour une meilleure gestion des risques des investisseurs.

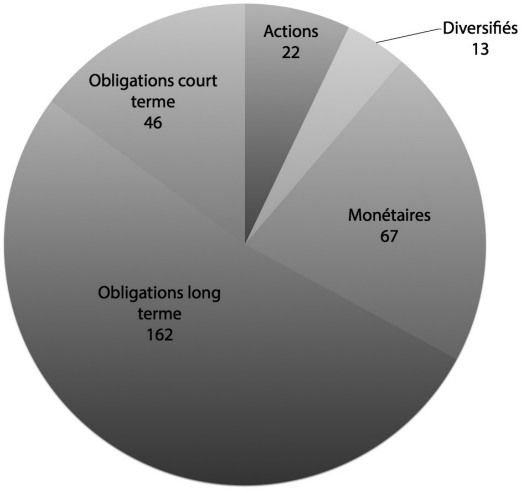
Les encours sous gestion par les fonds sont importants. A fin août 2014, l'actif net, hors titres d'État et des sociétés financières, géré par les OPCVM avoisinerait les 311 milliards de dirhams (schéma 55). L'évolution des encours sous gestion fait apparaître une progression de la catégorie « actions » de plus de 2,33 fois entre 2008 et 2016 (schéma 55a).

Aujourd'hui, la place de Casablanca se trouve face à l'impérieuse nécessité d'introduire et de généraliser de la notation des émetteurs pour mieux mesurer le risque de contrepartie. A l'instar des grandes places financières internationales, la notation a vocation à rassurer et à inciter les investisseurs opérant sur la place de Casablanca à détenir les titres des entreprises émettrices privées finançant ainsi par la dette leur développement industriel.

Schéma 55

Importance des OPCVM dans la gestion des fonds

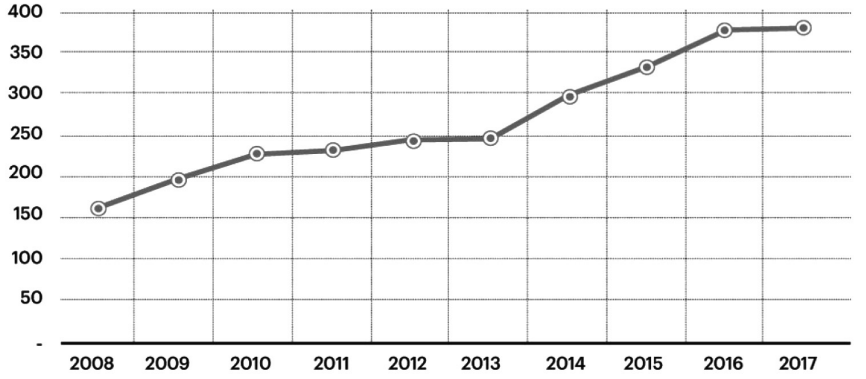
Encours sous gestion *(en milliards de dirhams)*



Source : CDVM, 2015.

Schéma 55a.

OPCVM catégorie « actions »
Évolution des encours sous gestion



Source : http://www.leseco.ma/finances/56421-opcvm-morosite-dans-la-categorie-actions.html, 2017.

Généralement, le compartiment des obligations est le marché de capitaux le plus important des marchés financiers ; le volume des transactions y est très nettement plus élevé que celui des actions (cinq fois le marché des actions en France par exemple). Rétablir son efficacité faciliterait la levée des fonds pour le financement des entreprises dans un contexte promouvant l'accélération industrielle du Maroc. De façon complémentaire, soulignons également que les circuits de financement non bancaires, comme le capital investissement-risque, peuvent également aider à la réalisation de cet objectif au Maroc.

7. Dynamiser le capital investissement dans un contexte de manque de liquidités bancaires

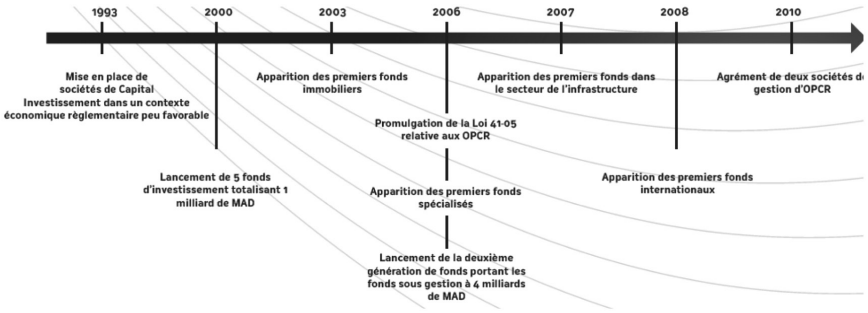
Le financement des entreprises par le capital-investissement (ou capital-risque)[37] est une technique introduite au Maroc au début des années 90 (AMIC, 2011). Ce type de financement n'a toutefois connu son véritable démarrage qu'en 1993 grâce à la création de la société de gestion Moussahama[38], filiale de la Banque centrale populaire (schéma 56).

37. Selon la phase de développement de l'entreprise, on désigne les formes suivantes : capital-amorçage, capital-risque, capital-développement, capital-transmission et capital-retournement.

38. Moussahama était seule sur ce marché jusqu'à la création de l'Association marocaine des investisseurs en capital (AMIC) par quatre autres opérateurs, en 2000.

Schéma 56

Évolution du capital-investissement au Maroc entre 1993 et 2010

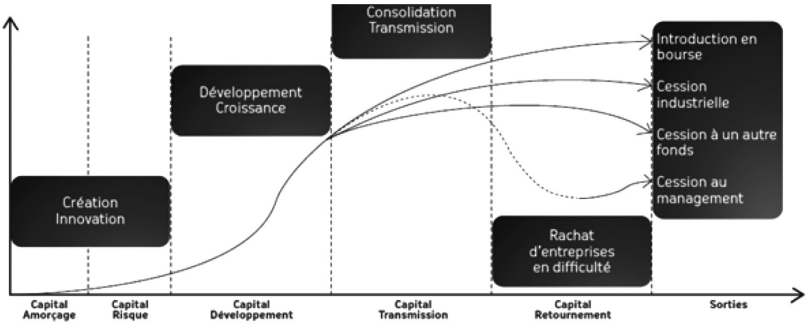


Source : Association marocaine des investisseurs en capital (2011), « Capital-investissement au Maroc : guide des investisseurs institutionnels », conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement.

Dans un contexte de manque de liquidités souligné précédemment (ou de rationnement du crédit par les banques), le capital-investissement[39] s'avère une source de financement fort utile durant le cycle de vie des entreprises non cotées en bourse, de la création jusqu'au dernier stade (schéma 57). Il s'agit d'un financement fondamental pouvant concerner l'achat, le démarrage, le développement et la transmission de l'entreprise.

Schéma 57

Capital-investissement et cycle de vie d'une entreprise



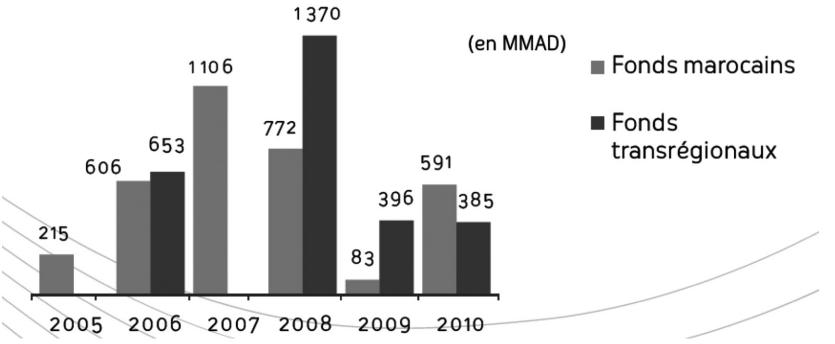
Source : Association marocaine des investisseurs en capital (2011), « Capital-investissement au Maroc : guide des investisseurs institutionnels », Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement.

39. On parle aussi de capital-risque (*venture capital*). Cependant, on peut distinguer les deux notions : le terme capital-investissement est plutôt générique, tandis que capital-risque concerne le financement des entreprises lors de leur création.

Il faut également noter qu'en plus de la création par les banques de leurs propres fonds d'investissement, l'État intervient dans le marché du capital-investissement *via* la Caisse de dépôt et de gestion (CDG). Cette dernière, très active, agit comme « le bras financier » des pouvoirs publics en matière d'investissement en vue de la modernisation économique du Maroc. Globalement, de 1993 à 2010, les financements cumulés du marché du capital-investissement sont passés de 400 millions à 7,29 milliards de dirhams pour 31 fonds, dont 3 milliards dus à des fonds transrégionaux (AMIC, 2011). Les fonds transrégionaux ont commencé leur activité au Maroc en 2006 ; ils ciblent le financement par capital-investissement des entreprises installées aussi bien au Maroc qu'au Maghreb ou en Afrique (schéma 58). Entre 2006 et 2016, l'évolution des montants levés est irrégulière. Après les pics atteints en 2008 et 2013, les capitaux investis ont chuté de façon très significative, reflétant les incertitudes sur l'économie mondiale et marocaine (schémas 58a et 58b). A fin 2016, les montants levés par secteur d'activité classent les services et transport en première place (schéma 58 c).

Schéma 58

Capitaux levés par année entre 2005 et 2010 *(en millions de dirhams)*

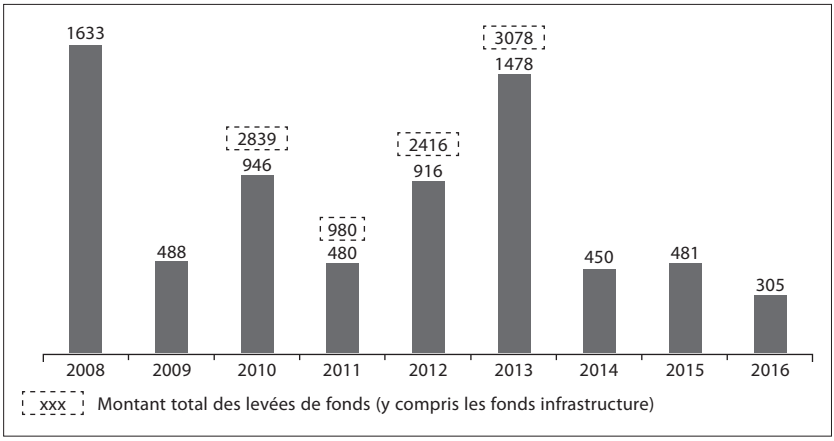


Source : Association marocaine des investisseurs en capital (2011), « Capital-investissement au Maroc : guide des investisseurs institutionnels », Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement.

L'activité du capital-investissement (création et amorçage) n'est pas encore suffisamment répandue au Maroc, mais elle présente un véritable potentiel de développement, étant donné les énormes besoins en financement de l'économie marocaine. Les fonds d'investissement pourront accompagner les entreprises durant toutes les étapes de leur cycle de vie.

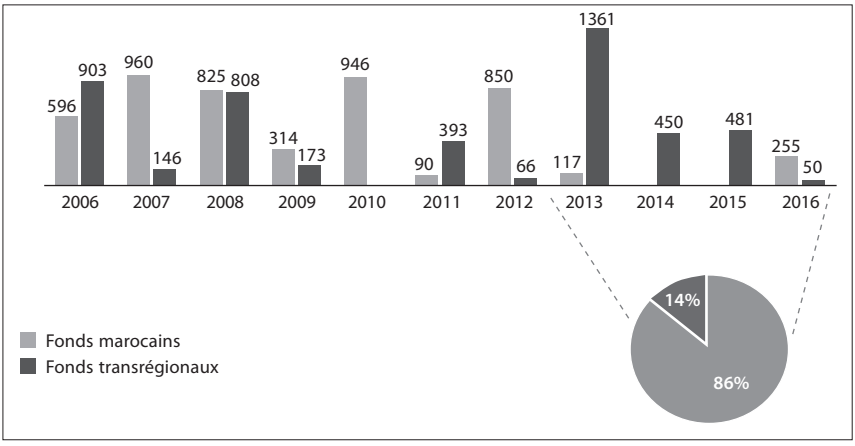
Les fonds de placement en capital-risque (FPCR) sont une alternative de financement pour les PME-PMI en croissance. Il semble que les flux financés par ce moyen aient connu une évolution favorable du fait de l'aide accordée par la Banque européenne d'investissement (BEI), de l'évolution du cadre réglementaire depuis 2006 et de la Charte de la PME.

Schéma 58a
Montants levés par année *(en millions de dirhams)*



Source : http://www.medias24.com/MAROC/ECONOMIE/ECONOMIE/171546-2016-une-annee-moyenne-pour-le-capital-investissement-au-Maroc.html

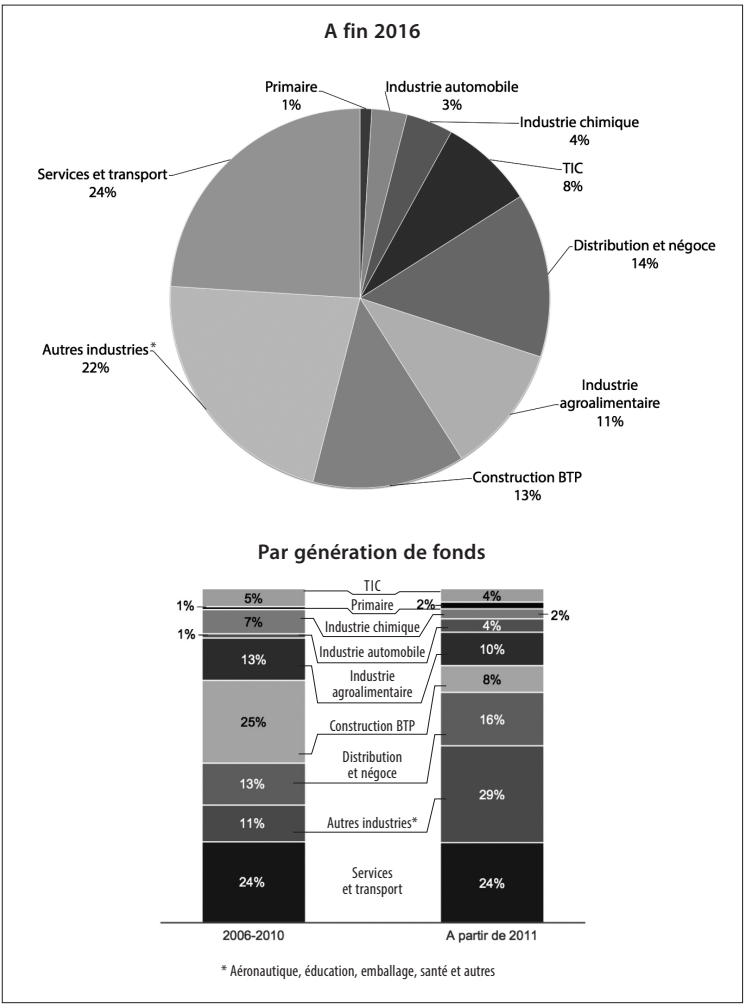
Schéma 58b
Répartition des montants levés selon le type de fonds
(en millions de dirhams)



Source : http://www.medias24.com/MAROC/ECONOMIE/ECONOMIE/171546-2016-une-annee-moyenne-pour-le-capital-investissement-au-Maroc.html

Schéma 58c

Montants levés par secteur d'activité des entreprises investies et par génération de fonds



Source : http://www.medias24.com/MAROC/ECONOMIE/ECONOMIE/171546-2016-une-annee-moyenne-pour-le-capital-investissement-au-Maroc.html

Nous concluons ce chapitre sur le constat d'un accès plutôt difficile des entreprises marocaines, et des TPME en particulier, aux financements bancaires et boursiers. Sont en cause notamment les problèmes d'asymétrie de l'information, de rationnement du crédit et de critères exigeants d'introduction en bourse pour une certaine catégorie d'entreprises.

CHAPITRE 4

Sources alternatives du financement de l'industrie marocaine

Partant du constat de l'insuffisance du secteur bancaire et de la Bourse à doter les entreprises marocaines du financement nécessaire à leur développement, nous nous interrogeons, dans le chapitre 4, sur les capacités des nombreuses sources alternatives d'origine interne ou externe à transformer l'épargne privée en crédit aux entreprises fournissant les financements pour soutenir l'investissement industriel au Maroc.

1. Le crédit inter-entreprises comme source alternative du financement industriel

Au Maroc, les usages sur les délais de paiement entre entreprises font que le crédit inter-entreprises joue un rôle crucial dans le financement à court terme des PME (schéma 59). Ce type de crédit pèse directement sur la trésorerie des entreprises marocaines qui accumulent de nombreuses créances-clients. La durée moyenne de ces délais serait de 70 jours pour les grandes entreprises et de 90 jours pour les PME (Guemmi, 2007).

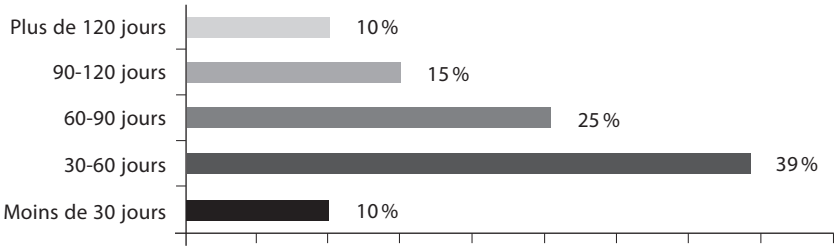
Il s'agit d'un besoin en fonds de roulement d'exploitation relatif à l'achat de stocks et aux comptes-clients. Ainsi, les stocks de produits fabriqués (produits finis), comparativement à l'activité, sont corrélés à la taille de l'entreprise. La rotation des stocks est plus lente dans les grandes entreprises, ce qui génère d'importants besoins en fonds de roulement.

Ce type de crédit, en mobilisant une part importante de leurs ressources, pénalise la trésorerie des entreprises et les met en situation de vulnérabilité qui peut compromettre leur pérennité et entraîner leur fermeture. Au Maroc, les retards et les impayés sont un véritable fléau et

un obstacle au développement des TPME ; leur encadrement institutionnel par les pouvoirs publics devient impératif (schémas 60 et 60a).

Schéma 59

Délai moyen du crédit

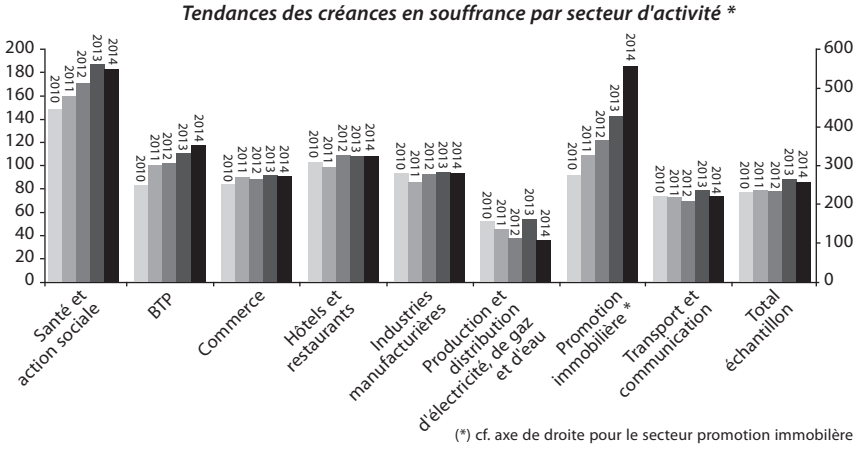


Source : Enquête Coface (2015).

Pour certaines entreprises, le coût élevé du crédit bancaire ou le refus des banques les obligent à faire appel aux sous-traitants ou fournisseurs. Ces derniers deviennent de fait des sources indirectes de financement à court terme des TPME marocaines, pourvu que l'ensemble des acteurs économiques respecte les règles du jeu et adopte les bonnes pratiques.

Schéma 60

Aperçu sur les retards et impayés au Maroc

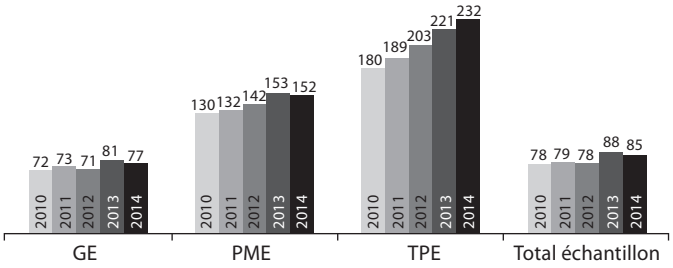


Source : OMPIC, MEF, BAM (2014).

Schéma 60a

Les retards et impayés touchent davantage les TPME

Les TPE, les plus pénalisées



Source : OMPIC, MEF, BAM (2014).

Le crédit inter-entreprises a une portée de court terme. A long terme, si les garanties exigées par les banques de réseau rendent plus difficile pour les TPME l'obtention de crédits, les institutions marocaines devraient encourager les méthodes de financement par les mécanismes de garantie des crédits aux entreprises innovantes et à fort potentiel de croissance, dans la perspective du plan d'accélération industrielle engagé par le Maroc.

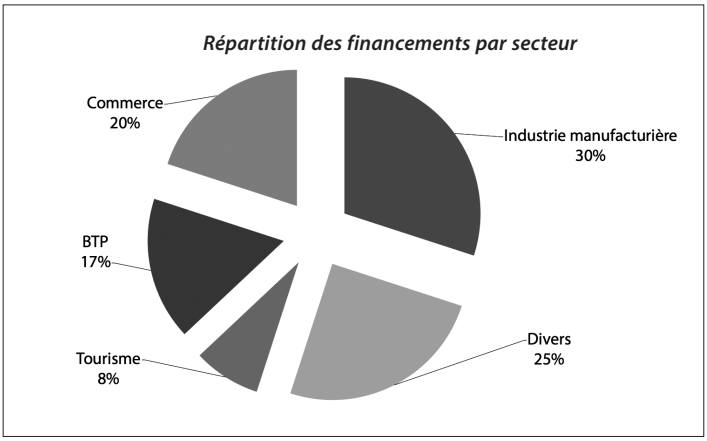
2. Les fonds et mécanismes de garantie : un outil de financement complémentaire des TPME

Depuis sa création il y a plus de soixante ans, la Caisse centrale de garantie (CCG) est un outil efficace utilisé par les banques pour financer davantage de TPME à risque. Qu'ils soient à caractère général ou sectoriel (FOGAM, PAIGAM, FODEP I et II), les mécanismes de garantie des crédits octroyés aux très petites et moyennes entreprises (TPME) apportent un appui financier indirect crucial. L'État est le seul bailleur de fonds de ce système national de garantie. Il ne se substitue pas aux crédits mais apporte une véritable valeur ajoutée en tant que facilitateur de financement de l'économie marocaine.

Depuis sa réforme de la fin de l'année 2012, le marché de la garantie au Maroc bénéficie d'une plus grande lisibilité. Il agit plus au niveau sectoriel que selon les étapes d'évolution des entreprises. La garantie porte aussi bien sur les crédits à l'investissement générateur de valeur ajoutée que sur les crédits à l'exploitation des PME appartenant à différents secteurs de l'économie marocaine (schéma 61).

Schéma 61

Garantie de financement par secteur



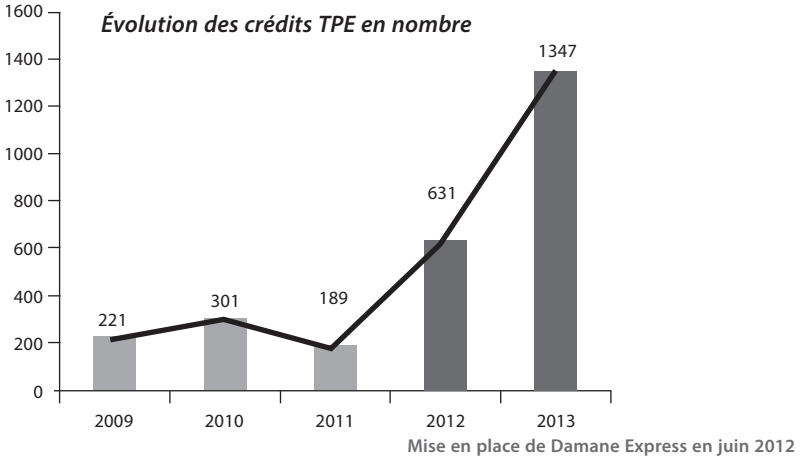
Source : CCG, 2013.

Sur les dix premiers mois de l'année 2014, la CCG a garanti 5,2 milliards de dirhams de crédits bancaires octroyés à 2 419 TPME, soit une progression de 44 % par rapport à la même période de l'année 2013, générant ainsi 2,3 milliards de dirhams d'investissements et la création de plus de 5000 emplois directs (CCG, 2014).

Les principaux supports sont des produits de garantie orientés vers le financement des besoins en fonds de roulement : « Damane Exploitation » et « Damane Express » pour le financement des TPE. L'évolution de la garantie des crédits TPE par le produit « Damane Express » montre sa multiplication par plus de 6 entre 2009 et 2013 (schéma 61a). Mais, il y a aussi des outils de garantie des crédits d'investissement comme « Damane Dev » et « Damane Cre ». Les entreprises exportatrices sont aussi accompagnées par des garanties : « Mezzanine export » pour des crédits participatifs subordonnés ou jumelés à un crédit bancaire. « Damane export » est une garantie plafonnée pour les crédits d'exploitation et pour le cautionnement des marchés à l'étranger. La CCG propose aussi de nouveaux produits de garantie pour soutenir la création de TPME en créant des fonds de fonds. Selon les données de 2013, les trois premières banques actives en matière de crédits garantis en direction des TPME sont le Groupe Banque populaire (48 %), la BMCE (20 %) et Attijariwafa bank (16 %) (CCG, 2014).

Schéma 61a

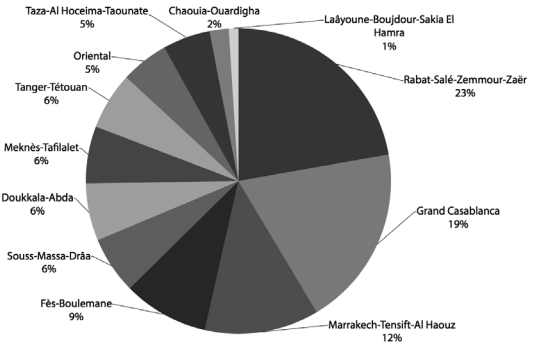
Garantie de financement par le produit « Damane Express »



Source : http://lobservateur.info/economie/ccg-damane-express-finance-les-tpe/

Schéma 62

Régions de financement par le FOPEP



Source : Caisse centrale de garantie (2013), communiqué de presse.

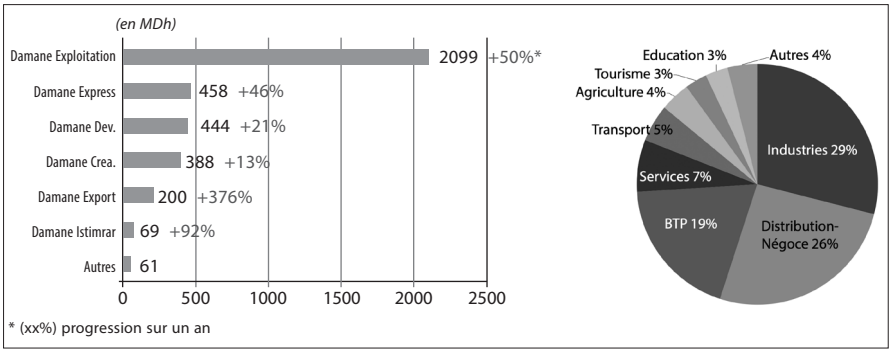
S'agissant de la répartition sectorielle des prêts garantis à destination des TPME sur les dix premiers mois de l'année 2014, le secteur industriel en a reçu 30 %, celui du commerce 27 % et le BTP 19 %. La CCG garantit aussi des prêts bancaires pour les particuliers comme le fonds « Damane Assakane » (composé des produits FOGARIM et FOGALOGE). Le secteur de l'enseignement privé bénéficie également de garanties de la CCG. A titre d'exemple, à fin septembre 2013, le Fonds de promotion de l'enseignement privé (FOPEP) a permis l'agrément de 193 projets

pour des investissements de 2,2 milliards de dirhams générant une capacité d'accueil de plus de 121 500 élèves (CCG, 2013). Les projets financés par le FOPEP sont répartis sur l'ensemble du pays (schéma 62).

La Caisse centrale de garantie accorde ses garanties aux TPME de tous les secteurs d'activité (schémas 62a et 62b). Aussi, dans sa stratégie de développement, la CCG cherche à étendre sa couverture nationale. Elle a ouvert en 2013, en plus des centres existant déjà à Tanger et Agadir, quatre nouveaux centres régionaux : Casablanca, Fès, Oujda et Marrakech. Sur la période 2013-2016, la CCG compte drainer quelque 18 milliards de dirhams de crédits en faveur de 8 600 PME.

Schéma 62a

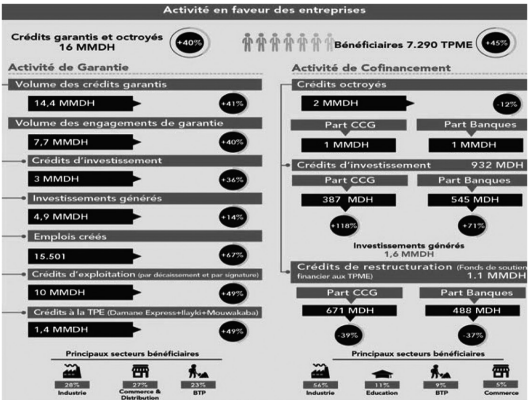
Répartition par produit de garantie et par secteur d'activité en 2015



Source : http://www.leconomiste.com/article/968076-les-premiers-financements-du-fonds-de-soutien-aux-tpme

Schéma 62b

Garanties octroyées aux TPME en 2016 selon l'activité

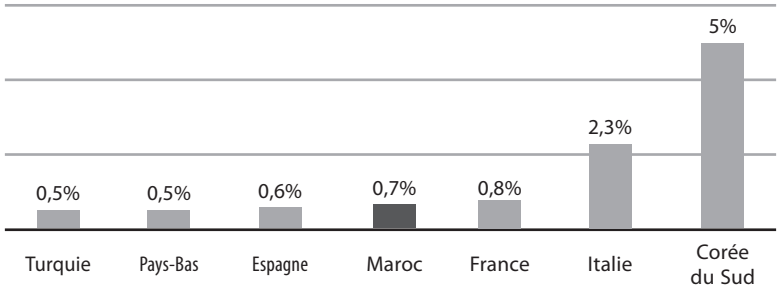


Source : http://lematin.ma/journal/2017/les-garanties-montent-les-cofinancements-baissent/267471.html

Par ailleurs, il convient de souligner qu'à l'échelle internationale (ce qui est rarement le cas), le système marocain de garantie est considéré comme l'un des meilleurs ; son benchmark n'est pas très éloigné de celui de la France (schéma 63).

Schéma 63
Comparaison internationale sur la garantie

Benchmark international sur la garantie
Encours engagements/PIB 2012



Source : CCG, 2013.

Le système de garantie développé par la CCG semble rechercher la bonne adéquation entre le volontarisme de l'État et les mécanismes et logiques de marché. Dans le cadre du Plan d'accélération industrielle promu par le Maroc à l'horizon 2020, les pouvoirs publics et les banques devraient le faire connaître et l'étendre au financement des TPME.

Observons que le financement à court terme des entreprises peut également s'obtenir en contrepartie des cessions définitives des créances clients à des organismes spécialisés d'affacturage.

3. L'affacturage : une solution pour le financement des trésoreries d'entreprise

Au quotidien, certaines entreprises connaissent des difficultés d'exploitation à cause d'une insuffisance de trésorerie. Ces déficits de financement à court terme peuvent être dus aux délais de paiements accordés normalement aux clients et/ou à des retards par temps de crise. Rappelons que la faiblesse chronique en fonds de roulement, non couverte par les concours bancaires à court terme (pouvant être causée par le

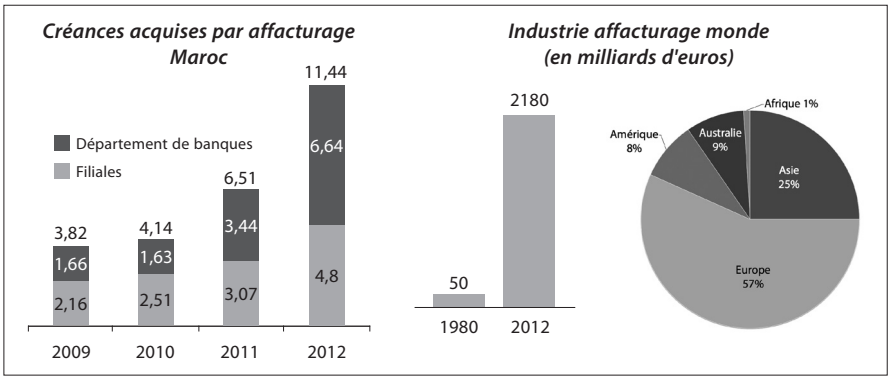
rationnement du crédit), est l'une des causes majeures des défaillances des entreprises, en général, et celles du Maroc, en particulier.

Le financement par l'affacturage[40] (*factoring*) constitue une solution, bien qu'onéreuse, aux difficultés à court terme de l'entreprise. Cet instrument permet aussi aux entreprises de se couvrir contre le risque de défaillance ou d'insolvabilité. L'autre grand intérêt de l'affacturage est qu'il peut aider les entreprises marocaines exportatrices qui ne peuvent pas accorder des délais de crédit longs à leurs clients étrangers. Par ailleurs, l'introduction de cet instrument au Maroc à partir de 1988 avait été dédiée principalement aux opérations d'exportation. Cependant, vers la fin des années 90, ce marché a connu un très grand essor notamment, auprès des PME-PMI locales.

Le marché de l'affacturage, qui représente environ 5 % des financements bancaires à court terme, est partagé entre 6 opérateurs[41]. Entre 2009 et 2013, les transactions sur ce marché ont été multipliées par 3, et de nouveaux produits comme la titrisation et l'*offshoring* ont été introduits (schéma 64).

Schéma 64

Marché de l'affacturage



Source : http://www.leconomiste.com/article/913159-financement-affacturage-s-duit-les-entreprises, Edition n° 4156 du 22/11/2013.

Entre 2010 et 2014, le marché de l'affacturage est passé de 2,5 à 5,7 milliards de dirhams (schémas 65 et 66), reflétant à la fois le besoin

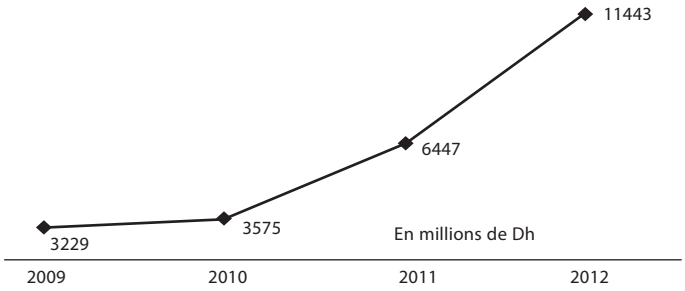
40. Cette technique consiste pour une entreprise (l'adhérent) à transférer ses créances-clients à un organisme financier spécialisé (*Factor*) contre le paiement immédiat de leur montant. Le *factor* se charge de leur recouvrement auprès des clients de l'adhérent.

41. Trois filiales de banques : Maroc Factoring, Attijariwafa Factoring Maroc et Crédit du Maroc Leasing &Factoring, et trois autres sous forme de départements de banques.

de financement des entreprises mais aussi l'utilisation croissante de ce mécanisme de financement à court terme.

Schéma 65

Évolution du marché de l'affacturage au Maroc

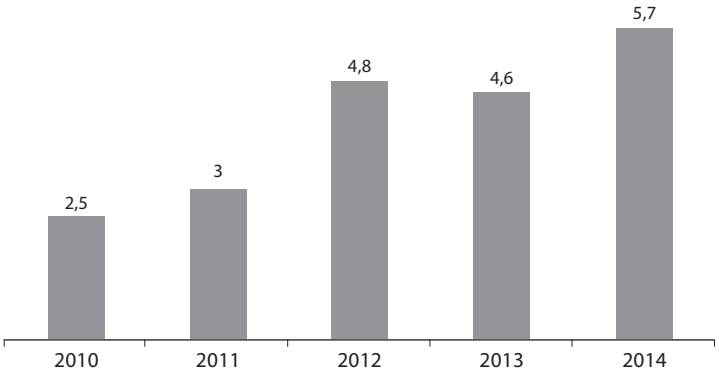


Source : BAM, 2013.

Schéma 66

L'évolution de l'activité d'affacturage entre 2010 et 2014

(en milliards de dirhams)



Source : http://www.leconomiste.com/article/968469-financementla-crise-de-tresorerie-propulse-l-affacturage (13/03 /2015)

En 2012, les créances cédées par affacturage ont atteint 11,4 milliards MAD, soit une progression de 75 % par rapport à 2011, après une progression de 80 % entre 2010 et 2011.

Selon les professionnels, ce marché a un énorme potentiel de croissance dans les prochaines années. Les facilités dans le recouvrement des créances qu'il permet sont un atout considérable pour les entreprises ayant des

besoins de liquidités immédiates lorsqu'elles traversent des tensions dans leurs trésoreries. Le financement à court terme par l'affacturage assure une certaine pérennité dans l'exploitation des entreprises. De ce fait, il a vocation à contribuer, par le financement de l'exploitation, au soutien de l'industrialisation du Maroc.

Cependant, ce moyen de financement des créances commerciales devrait être mieux exploité par les entreprises marocaines grâce à l'abaissement par les sociétés d'affacturage des critères d'exigibilité en matière de taille et de chiffre d'affaires des entreprises adhérentes.

L'affacturage cible plutôt les grandes entreprises dans une optique de court terme. Aussi, pour favoriser l'accès de toutes les catégories d'entreprises marocaines au financement à long terme, les pouvoirs publics ne restent pas insensibles à l'évolution sociétale en autorisant la création, par les banques marocaines, de produits de financement conforme à «*la charia islamique* ».

4. Les banques participatives : un financement industriel en perspective

Une partie[42] des citoyens marocains ne confie pas son épargne aux banques en respect des recommandations de la religion musulmane, prohibant l'application d'un intérêt sur les prêts et les dépôts (tableau 25). L'exigence de certains ménages et entreprises de produits qualifiés de participatifs « dits islamiques » est-elle de nature à limiter l'investissement industriel au Maroc ?

Trente ans après la création de la Banque islamique de Dubaï en 1975, de la Banque islamique de développement (BID) à Djedda[43] et plus tard de l'Islamic Bank of Britain (européenne et totalement islamique), Bank Al Maghrib a publié en 2007 la première recommandation sur l'offre par les banques marocaines de produits participatifs (dits islamiques). Elle a fixé les conditions générales selon lesquelles les établissements bancaires peuvent proposer au public trois produits dits alternatifs : *Ijara, Moucharaka*

42. Ce comportement est assez bien connu mais on ne dispose pas d'estimations fiables à ce sujet.

43. En tant que membre fondateur de l'Organisation de la coopération islamique (OCI), le Maroc a été actif dans le lancement de la BID. Cette banque devait aider au financement des grands projets d'investissements publics des pays membres de l'OCI selon les principes de la Charia.

et *Mourabaha*. Ce n'est qu'en mars 2015 que la nouvelle loi bancaire (loi n° 103-12) permet officiellement l'ouverture de banques participatives proposant des financements participatifs respectant les préceptes islamiques. Précisons également que, depuis la décennie 80, les pays du Golfe ont toujours œuvré pour une implantation de banques islamiques au Maroc. La réticence (non déclarée) des autorités monétaires marocaines et la résistance du lobby des banques conventionnelles n'avaient pas facilité la réalisation de tels projets (Nghaizi, 2013).

Tableau 25

Religiosité, taux de pénétration des comptes et institutions financières islamiques dans la région MENA en 2011

	Religion et inclusion financière				Transactions financières islamique (TFI)			
	Religiosité (%)	% des adultes détenant un compte auprès d'une institution financière	% des adultes ne détenant pas de compte pour des motifs religieux	Nombre d'adultes ne détenant pas de compte pour des motifs religieux (en milliers)	Nombre d'institutions financières islamiques (IFI)	Montant des actifs islamiques par adulte (en dollars)	Nombre d'IFI pour 10 millions d'adultes	Nombre d'IFI pour 10 000 km^2
Arabie saoudite	93	46,6	24,1	2540	18	1685	9,2	0,08
Bahreïn	94	64,5	0,0	0	32	29194	301,6	421,05
Cisjordanie et Gaza	93	19,4	26,7	502	9	0	38,5	14,95
Djibouti	98	12,3	22,8	117	0	0	0,0	0,00
Égypte	97	9,7	2,9	1480	11	146	1,9	0,11
Émirats Arabes Unis	91	59,7	3,2	84	22	9298	33,5	2,63
Irak	84	10,6	25,6	4310	14	98	7,4	0,32
Jordanie		25,5	11,3	329	6	1583	15,4	0,68
Koweït	91	8608	2,6	7	18	28102	87,2	10,10
Liban	87	37,0	7,6	155	4		12,4	3,9
Maroc	97	39,1	26,8	3810	0	0	0,0	0,00
Oman		73,6	14,2	78	3		14,4	0,10
Qatar	95	65,9	11,6	64	14	13851	86,5	12,08
Rép. arabe syrienne	89	23,3	15,3	1560	4	18	3,0	0,22
Tunisie	93	32,2	26,8	1490	3	72	3,7	0,19
Yémen	99	3,7	8,9	1190	8	179	5,8	0,15

Source : http://blogs.worldbank.org/arabvoices/fr/islamic-finance-and-poverty-reduction

C'est probablement le contexte de sous-liquidité que connaît le Maroc depuis 2007 et le faible taux de bancarisation au niveau national qui auraient fait évoluer la position des autorités monétaires. Cela a conduit

le législateur à présenter en 2012 un projet de loi[44] sur l'adoption officielle des produits bancaires conformes à la *Charia* (*Sharia* Compliant, ou l'autorisé et l'interdit selon les principes de la loi islamique) et aux règles de The Accounting and Auditing Organisation for islamic Financial Institutions (AAOIFI). L'offre de ces produits élaborée par BAM en collaboration avec le Groupement professionnel des banques du Maroc (GPBM), tout en précisant les conditions de communication[45] et de commercialisation, intègre les standards internationaux.

En plus des établissements financiers du Golfe, du Pakistan et de la Malaisie, les banques occidentales européennes et américaines montrent un certain intérêt pour ce segment de marché. Par exemple, le Dow Jones a proposé un indice de placement en produits islamiques. Le Maroc ne pouvait rester en retrait de ce marché qui pèserait plus de 2 000 milliards de dollars à l'échelle mondiale (en 2004) et qui représente encore un très grand potentiel.

Dans un contexte de crise du logement au Maroc, les produits participatifs pourraient-ils favoriser les crédits immobiliers chez les clients rebutés par les taux d'intérêt prohibés selon la Charia ? Il semble que 42 % des demandeurs potentiels de crédits immobiliers refusent le crédit conventionnel pour une raison religieuse (Souleimani, 2010). Des produits bancaires alternatifs comme *Miftah Al Kheir* et *Miftah Al Fath* pourraient, peut-être, encourager l'accès à la propriété des citoyens refusant les crédits conventionnels portant un taux d'intérêt. De même, on parle de l'assurance islamique fondée sur le principe du *takaful* (solidarité) selon lequel les souscripteurs sont propriétaires des fonds et où le surplus après versement des indemnités est redistribué équitablement ou réinvesti.

D'après une étude réalisée par l'association de l'expert économique marocain Omar Katani, 6 % des entreprises marocaines ne travailleraient pas avec les banques du fait du non-respect de la Charia, et 20 % voudraient utiliser le financement participatif à la place du conventionnel

---

44. Il vise l'instauration au Maroc d'un segment de marché bancaire et financier islamique regroupant des banques d'investissement et de financement, des assurances (*sukuk*) et des institutions financières assimilées telles que les fonds d'investissement, les sociétés de gestion d'actifs, etc.

45. La communication prévue ne fait aucune mention du caractère religieux des produits islamiques afin de ne pas gêner le marché des produits bancaires conventionnels. On pourrait considérer que l'absence d'une communication franche et précise serait révélatrice du manque d'enthousiasme des autorités monétaires à l'égard des produits dits islamiques.

(Souleimani, 2010). Les produits comme *Ijara* ou *Mourabaha* pourraient intéresser les personnes soucieuses de leur religiosité et exerçant des professions libérales avec des besoins de financement pour démarrer leur activité (médecins, avocats, etc.).

Cependant, après quatre années d'existence, le marché des produits alternatifs ne dépasse pas 800 millions de dirhams : c'est un échec ! Ce montant est l'équivalent d'environ 0,1 % de l'encours global des crédits accordés à l'économie en 2011. Le peu d'engagement des banques marocaines sur ce créneau, la « timidité » de la publicité, une fiscalité décourageante et des mensualités de remboursement plus élevées par rapport au crédit immobilier conventionnel expliquent en partie cet échec (tableau 25a). En définitive, les produits bancaires alternatifs *halal* s'avèrent plus chers que les produits classiques.

Tableau 25a
Très faible développement de la finance participative au Maroc en 2014

Fort potentiel pour le Maroc dans la région				
Pays	**Total actifs bancaires islamiques** *(en milliards de dollars)*	**Banque islamique**	**Entreprises Takaful**	**Fonds islamique**
Algérie	N.C.	2	1	0
Égypte	11,6	4	5	12
Libye	N.C.	0	1	0
Maroc	0	0	0	2
Tunisie	0,6	3	2	3
Total Afrique du Nord	12,2	9	9	17
Monde	985,1	363	216	636
Part Afrique du Nord dans le monde *(en %)*	1,20	2,50	4,20	2,70

N.C. : non communiqué
Source : http://www.leconomiste.com/article/961515-finance-islamiquele-maroc-futur-hub-regional

Après l'échec du démarrage, y a-t-il des raisons de croire à un meilleur avenir pour les produits alternatifs au Maroc pouvant soutenir le financement de l'investissement industriel des entreprises voulu par les pouvoirs publics ? Le constat est qu'en 2015 la finance islamique s'institutionnalise au sein de la place financière internationale de Casablanca (*Casablanca Finance City*). Les projets et demandes d'agrément viennent des pays du Golfe, de Londres, d'Indonésie et de Malaisie. De

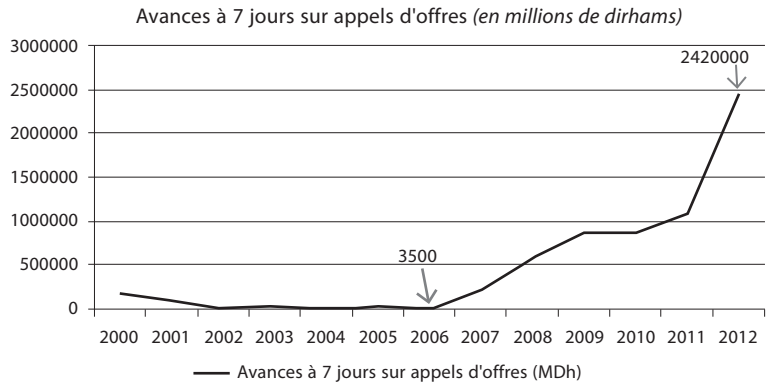
plus, deux facteurs semblent faire évoluer la position de BAM en faveur d'une promotion des produits bancaires participatifs : le faible taux de bancarisation à l'échelle nationale et la situation de sous-liquidité du marché monétaire depuis 2007.

Sur le plan sociétal (toutes proportions gardées), une autre étude française[46] conclut que 94 % des citoyens marocains seraient pour une utilisation des produits bancaires respectant les principes de la Charia. Dans ce contexte, la commercialisation des produits bancaires alternatifs, en attirant une partie de la population attachée à la religion et non encore bancarisée, serait peut-être de nature à contribuer à une hausse du taux de bancarisation au niveau national.

S'agissant de la conjoncture financière, soulignons que le régime de sous-liquidité qui sévit au Maroc depuis 2007 oblige la banque centrale du Maroc à des interventions systématiques et massives sur le marché monétaire (Moumni et Nahhal, 2014). A ce titre, les avances à sept jours par appels d'offres ont connu une progression sans précédent, passant de 3,5 milliards de dirhams en 2006 à 2 420 milliards en 2012, soit une multiplication par 691, après une quasi-abstention pendant la période de surliquidité allant de 2000 à 2007 (schéma 67 et tableau 26).

Schéma 67

Évolution des montants des avances par appels d'offres de BAM



Source : N. Moumni et B. Nahhal (2014), « Impact of Liquidity Level on the Monetary Policy Transmission Effectiveness of the Moroccan Central Bank (Bank Al Maghrib) », *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 4, No. 4.

46. *Source :* http://www.yabiladi.com/articles/details/11403/population-marocaine-favorable-finance-islamique.html.

Tableau 26
Fréquence des interventions annuelles de BAM et moyenne hebdomadaire

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nombre d'interventions	54*	24	0	16	0	11	2	37	50	51	52	52	52
Moyenne hebdomadaire des interventions en MDh	3016	2040	0	575	0	509	66	4240	11012	16569	16705	21212	46538

* Bien que le nombre d'interventions soit comparable à celui des dernières années, le montant annuel d'injection n'a été que de 162 milliards de dirhams.
Cette fréquence d'intervention est due aux trésoreries bancaires tendues, à cause de l'effet des sorties de devises et de l'élargissement de la circulation fiduciaire (Rapport BAM de 2000, p. 80).

Source : N. Moumni et B. Nahhal (2014), « Impact of Liquidity Level on the Monetary Policy Transmission Effectiveness of the Moroccan Central Bank (Bank Al Maghrib) », *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 4, No. 4.

Il convient de noter aussi que la moyenne hebdomadaire des montants des interventions de BAM a été multipliée par environ 11 durant la période de sous-liquidité (2007-2012).

La situation de sous-liquidité que connaît le Maroc depuis 2007 est un sérieux argument pour les autorités monétaires en faveur du développement du segment de la finance participative. Ce dernier pourrait soutenir le financement de l'investissement industriel des entreprises marocaines s'inscrivant dans la politique volontariste d'accélération industrielle du gouvernement à l'horizon 2020.

Néanmoins, lorsque l'exploitation est le fait d'un entrepreneur individuel (auto-entrepreneur) exclu du système financier conventionnel de par ses conditions de vie, le financement peut se réaliser par la microfinance. Ainsi, pour financer leurs petits projets, les populations vulnérables non bancarisées vivant au Maroc dans les régions enclavées ou en milieu urbain pourront recourir au microcrédit.

5. Le microcrédit : une alternative de financement pour les auto-entrepreneurs

Durant ces trois dernières décennies, la microfinance s'est progressivement imposée comme une alternative efficace aux politiques macro-économiques de développement, à l'adresse des populations pauvres ou exclues des services bancaires formels dans certains pays du Sud et aussi du Nord. Si

sa consécration a été la création au Bangladesh de la Grameen Bank en 1983 par le professeur Muhammad Yunus suite aux premiers petits prêts accordés principalement aux femmes à partir de 1976, historiquement, le phénomène est connu depuis au moins le Moyen-Âge.

Ainsi, durant les années 80, le financement hybride des donateurs privés et des organisations gouvernementales a permis aux nombreuses institutions de microfinance (IMF), peu structurées et très hétérogènes, de poursuivre à travers le monde l'objectif prioritaire du développement économique et social des populations vivant essentiellement dans les zones rurales des PED et opérant dans les secteurs informels de l'économie (Moumni, 2010).

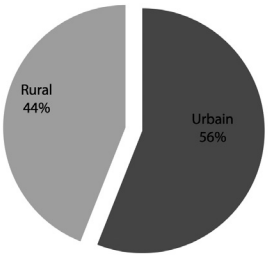
Culturellement, l'entrepreneuriat est bien répandu au Maroc. Cependant, les difficultés d'accès au crédit bancaire, notamment en matière de fonds de roulement pour démarrer l'activité, limitent les formes entrepreneuriales à la structure de la micro-entreprise, qui concernerait quelque 10 millions de personnes, soit environ 60 % de la population active. Le faible maillage du secteur bancaire sur le territoire national, particulièrement en milieu rural enclavé, se traduisant par un guichet pour 17 000 habitants, fait du microcrédit depuis les années 1993-1994 un instrument de lutte contre la pauvreté et de financement des micro-entrepreneurs.

En 1999, la réglementation a fixé le montant maximum du microcrédit octroyé par les associations de microcrédit (AMC[47]) à 50 000 dirhams dédiés aux activités de production et de services. Sont concernées les populations défavorisées, en milieux urbain et rural, travaillant souvent dans les services, la construction, l'agriculture et dans l'auto-emploi informel. Pour soutenir la microfinance solidaire, le gouvernement marocain avait, en 2000 et 2001, octroyé aux AMC 10 millions de dirhams en deux tranches. A partir de 2003, le secteur du microcrédit a connu un important développement au Maroc. Les schémas 68 et 69 donnent un aperçu de la répartition par milieu et par région du microcrédit en 2015, tandis que le schéma 70 résume l'évolution, à la fin 2006, des prêts actifs des quatre importantes AMC. Au démarrage du microcrédit au Maroc, les estimations du nombre des bénéficiaires potentiels des prêts faisaient état de 3 millions. A la fin 2006, on comptait un peu plus d'un million de clients actifs, le taux de pénétration du marché étant de 34 %. Le tableau 27 montre l'évolution du microcrédit entre décembre 2013 et juin 2015.

47. Les associations de microcrédit (AMC) sont aussi appelées « institutions de microfinance » (IMF).

Schéma 68

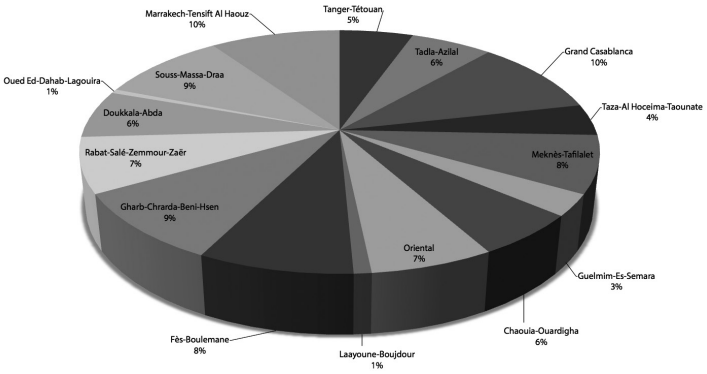
Répartition des clients actifs par milieu



Source : FNAM et Centre Mohammed VI de soutien à la microfinance solidaire (2015).

Schéma 69

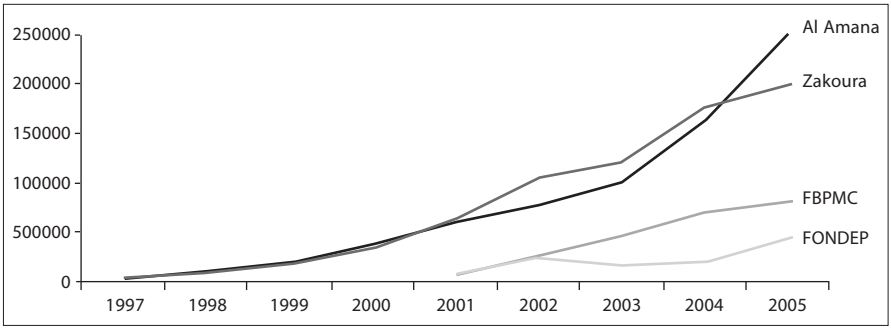
Répartition géographique du microcrédit au Maroc



Source : FNAM et Centre Mohammed VI de soutien à la microfinance solidaire (2015).

Schéma 70

Évolution des prêts par AMC pour les 4 importantes AMC à fin 2006



Source : A. Heddad (2007), « Analyse du secteur du microcrédit au Maroc, fin 2006. Note de synthèse », https://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-fr-etudes-de-cas-analyse-microfinance-au-maroc-2006_0.pdf

Tableau 27

Évolution des indicateurs d'activité du micro-crédit au Maroc

Indicateur	Déc. 2013	Juin 2014	Déc. 2014	Juin 2015	Evolution déc. 2013-2014	Evolution déc. 2014-2015
Clients actifs	821 461	848 000	867 700	893 977	-5,6%	+3%
Encours crédit	5 050 306	5 296 293	5 682 530	5 921 811	+2%	+4,2%
PAR 30 J	6,74%	4,59%	3,51%	4,22%	-47%	+20%
Effectif	6 266	6 145	6 094	6 297	-2,7%	+3,3%

Source : FNAM et Centre Mohammed VI de soutien à la microfinance solidaire (2015).

D'après un rapport en 2007 du CGAP (Consultive Groupe to Assist the Poor), le microcrédit au Maroc était l'un des plus dynamiques au monde ; il comptait 40 % de ses clients dans le monde arabe. Il a d'ailleurs pu surmonter la crise des impayés[48] de fin 2007 qui était due, entre autres, à une croissance non maîtrisée[49]. Suite à cette crise, qui s'est traduite par une baisse des encours, les quatre principales AMC (Al Amana, la Fondation banques populaires pour le microcrédit, Fondep et Ardi), qui détenaient 90 % du marché, ont adhéré à la Centrale des risques, qui suit la solvabilité des emprunteurs. A fin 2011, avec un total des prêts à 4,6 milliards de dirhams, la baisse des encours était de 3 % par rapport à 2008. Mais l'année 2011 reste marquée par la crise de Ouarzazate, où 3 000 clients avaient refusé de rembourser leurs crédits aux AMC, et par la faillite de l'association Zakoura. Le manque de contrôle est à l'origine de l'insolvabilité des clients (schéma 71).

Après cet épisode, une sélection plus rigoureuse des clients a été mise en place par les AMC. Le nombre des clients bénéficiaires est passé de 797 700 en 2011 à 867 700 en 2014, année qui a connu une hausse de 11,1 % des prêts octroyés (après une augmentation de 6 % en 2013) par les AMC. Cette progression s'explique particulièrement par la hausse de 9,3 % à 12,5 % des prêts à destination de la micro-entreprise et de l'augmentation des crédits à l'habitat social de 7,7 % (après une baisse de

48. Le gouvernement a procédé à l'achat par une banque d'État de l'AMC Zakoura et l'a fait fusionner avec la Fondation banques populaires.

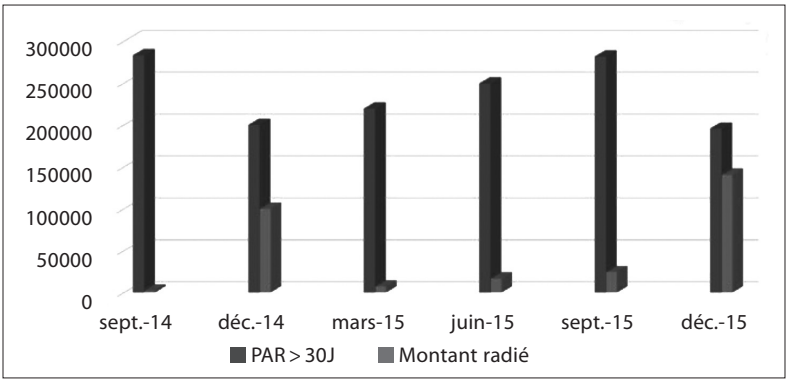
49. *Source* : http://blog.bforbank.com/epargne-responsable/tag/microcredit/.

7 % en 2013) (BAM, 2014). L'année 2014 a enregistré de nouveau une réduction de 8,8 % des créances en souffrance, faisant baisser le ratio de 6,7 % à 4,6 % (schémas 72 et 73).

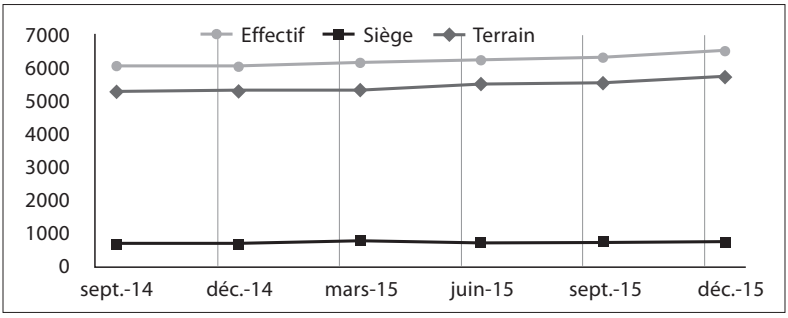
Schéma 71

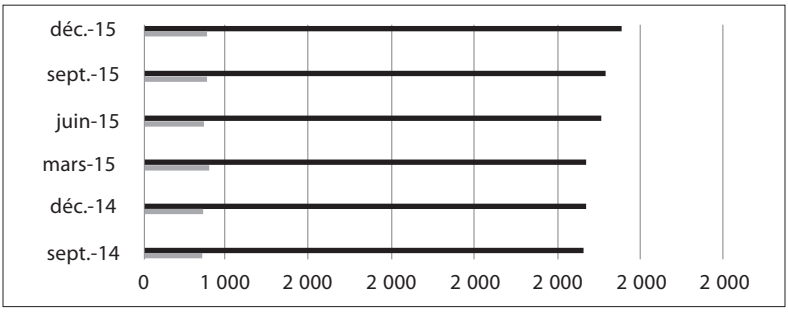
Évolution de l'insolvabilité des clients

• ***Évolution du portefeuille à risque (PAR) & radiations*** *(en milliers de dirhams)*



• ***Évolution et répartition des effectifs du secteur***

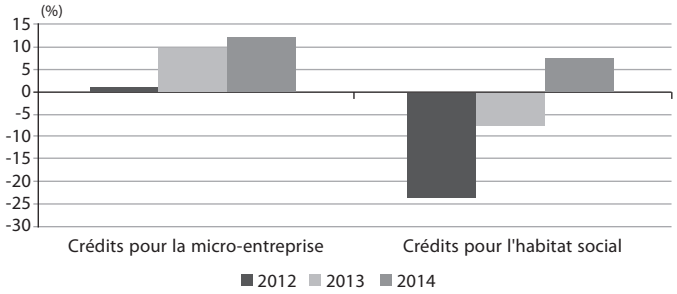




Source : http://aujourdhui.ma/economie/microfinance-le-risque-toujours-maitrise-plus-de-6-milliards-dh-dencours-a-fin-2015

Schéma 72

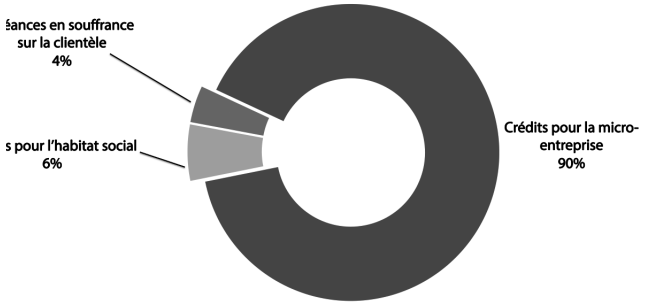
Évolution des crédits distribués par les AMC



Source : Bank Al Maghrib (2014), Rapport.

Schéma 73

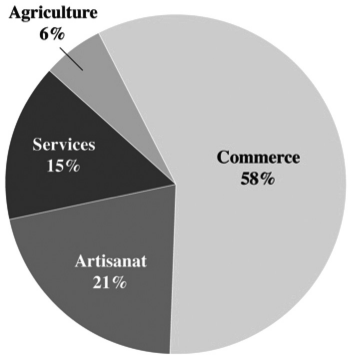
Structure des crédits distribués par les AMC en 2014 *(en %)*



Source : Bank Al Maghrib (2014), Rapport.

Schéma 74

Activités financées par les associations de microcrédit au Maroc



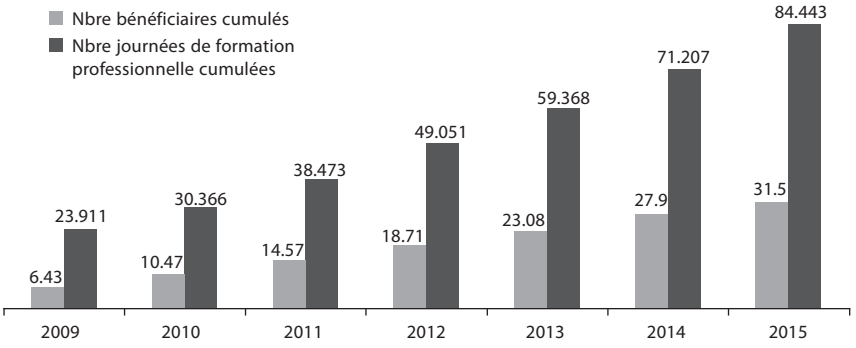
Source : FNAM (2015).

Globalement, depuis leur création, plus de 50 milliards de dirhams de microcrédits ont été distribués à environ 7 millions de clients, dans les activités de commerce (58 %) principalement (schéma 74).

Par ailleurs, le Centre Mohammed VI d'aide aux associations de microfinance a contribué, par différents programmes, à la formation de plus de 30 000 personnes entre 2009 et 2015 (schéma 74a).

Schéma 74 a

Contribution du Centre Mohammed VI à la formation des formateurs



Source : http://www.leconomiste.com/article/999758-microfinance

Cependant, malgré le relatif succès du microcrédit, sa distribution connaît encore des limites telles que la faiblesse des montants (inférieurs à 1 500 dirhams), les conditions d'éligibilité et de remboursement ainsi que le coût encore très élevé des taux d'intérêt (autour de 20 %).

Par ailleurs, il n'y a pas unanimité dans la littérature sur la problématique de la réduction de la pauvreté par le microcrédit. Si dans de nombreuses situations le microcrédit semble agir positivement sur le revenu des emprunteurs pauvres, la microfinance ne s'adresse pas nécessairement aux plus pauvres parmi les pauvres. Le ciblage des populations les plus pauvres n'est pas une pratique forcément généralisée des IMF. L'étude menée par Navajas *et al.* (2000) sur la Bolivie illustre ce manque de ciblage.

De même, la question de la soutenabilité du double objectif de viabilité financière et de développement social fait aujourd'hui débat. Avec la généralisation de la pratique de la microfinance pendant la décennie 90, les IMF sont désormais appelées à plus de structuration et de professionnalisme et donc à l'adoption d'une approche de rentabilité financière dans une optique de viabilité. Par ailleurs, la Banque mondiale a envisagé de financer

une étude permettant une « mise à niveau institutionnelle » des AMC au Maroc. D'après M. El Mazouri, délégué général de la Fédération nationale des associations de microcrédit (FNAM), l'objectif à l'horizon de 2020 est de « faire évoluer l'environnement juridique et réglementaire marocain ». Pour d'autres responsables, l'ambition est de réfléchir à l'éventuelle transformation de certaines associations en établissements de crédit ou en sociétés de financement spécialisées en microcrédit et dédiées aux TPE et aux jeunes entrepreneurs marocains.

Dans son étude de 2004, le CGAP rappelle que la majorité des IMF actuelles avaient, à l'origine, une structure d'ONG sans but lucratif ayant pour mission de fournir du crédit aux plus pauvres. Cette transformation institutionnelle ne va pas sans poser la question de la compatibilité entre la visée sociale des IMF et la viabilité financière garantissant leur pérennité (Moumni, 2010).

Le dépassement de ces limites serait de nature à augmenter le recours au micro-crédit chez les micro-entrepreneurs. On estime à 8 millions les Marocains vivant dans le dénuement[50], soit environ un quart de la population[51]. Le microcrédit pourrait être considéré comme un instrument de financement alternatif de l'investissement pour l'auto-entrepreneur. Son développement pourrait être un des moyens de drainer une manne non négligeable de financement au Maroc et générerait des revenus. Ces revenus stimuleront la demande et la production *via* l'investissement industriel, allant ainsi dans le sens de la réalisation de l'objectif d'accélération industrielle du gouvernement à l'horizon 2020.

D'autre part, les sources de financement de l'industrie marocaine peuvent également être complétées utilement par l'extérieur, comme les lignes de crédits étrangers octroyées par les pays partenaires économiques du Maroc.

6. Les lignes de crédits étrangers et européens en particulier

Historiquement, le Maroc a souvent obtenu des crédits avantageux en termes de taux d'intérêt et de différé de paiement auprès de pays développés et d'organismes internationaux (FMI et Banque mondiale) dans le cadre de la coopération économique et financière internationale. Les PME

50. Soit vivant dans la pauvreté, soit qu'ils soient menacés de la vivre à l'avenir.

51. *Source :* http://blog.bforbank.com/epargne-responsable/tag/microcredit/.

marocaines, en particulier, bénéficient, par période, d'une attention et d'un soutien financier de la part d'institutions comme la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) ou la Banque islamique de développement (BID) et aussi d'accords privilégiés de financement entre le Maroc et d'autres pays.

Par exemple, dans l'objectif de soutenir la stratégie de développement des marchés de capitaux au Maroc (afin de fluidifier l'accès des PME au financement), la Banque mondiale apporte 4 milliards de dollars de financement supplémentaire aux PME entre 2014 et 2017. De même, soulignons qu'en 2014 la BRED et la BID ont signé, à travers une collaboration, un mémorandum pour la création d'un fonds d'investissement de plus de 120 millions de dollars pour soutenir les PME en Tunisie, en Égypte, en Jordanie et au Maroc. De son côté, le Groupe Banque islamique de développement (BID), qui a toujours apporté un soutien financier à l'économie marocaine, a prévu de contribuer à l'accompagnement des PME par un financement global de 6 milliards de dollars entre 2012 et 2016. Ces engagements financiers pourront se traduire par la prise de participation dans le capital de certaines PME, des garanties d'opérations commerciales ou bien concerner le domaine de l'assurance.

Par ailleurs, le Maroc bénéficie des lignes de crédits européennes en provenance de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et du Portugal. Ces lignes de crédit restent soumises à certains critères d'éligibilité tels que la taille ou le secteur d'activité. Sans reprendre ces critères, le tableau 28 résume quelques exemples de ces lignes de crédits étrangères dédiées aux PME-PMI marocaines. La ligne française, par exemple, offre aux entreprises éligibles marocaines la possibilité d'emprunter un montant compris entre 100 000 et 2 millions d'euros pour une durée maximale de douze ans et un taux de 2 % (hors TVA). Ce prêt peut toutefois atteindre une valeur maximale de 3 millions d'euros avec un plafond de 75 % du financement externe pour encourager les PME travaillant dans les secteurs de l'agriculture, de l'agro-alimentaire ou de l'exportation vers l'Afrique. Ces financements seraient néanmoins sous-utilisés. Certaines lignes n'ont jamais été ouvertes. Cela prive les entreprises marocaines d'un potentiel d'investissement.

De plus, en matière de commerce extérieur, le Maroc n'exploite pas suffisamment les accords de libre-échange conclus avec l'Union européenne et vers laquelle il a dirigé en 2013 60 % de ses exportations. Durant cette même année, le déficit commercial du Maroc a représenté dans ces accords 82,6 % de son déficit commercial global avec l'Union européenne.

Tableau 28
Exemples de lignes de crédit étrangères dédiées aux PME-PMI marocaines

		Ligne française	Ligne italienne	Ligne portugaise	Ligne allemande
Quantité finançable	Crédit max.	2.286.735,26 €	2.065.825 €	2.000.000 €	85 % max. du montant du contrat d'exportation
	Crédit min.	152.449,09 €	52.000 €	—	
	Financement part locale	15 % HT	20%	15 %	
Conditions du crédit	Taux d'intérêt	5,25 % HT	5,25% HT	5,25 % HT	Libor ou Euribor + marge (possibilité de taux fixe)
	Durée de remboursement	6 à 12 ans	6 à 12 ans	8 à 16 ans	5 à 12 ans
	Différé	4 ans	4 ans	2 ans	—
	Remboursement	Trimestriel ou semestriel, quadrimestriel	Trimestriel ou semestriel, quadrimestriel	Semestriel	—

Source : H. Laouli (2003), « Évaluation du financement de la PME au Maroc », *Document de travail* n° 91, Direction de la politique économique générale.

A noter également qu'en 2014 la France s'est engagée dans une coopération avec le Maroc en vue de soutenir le financement des PME à l'aide d'une contribution de 26 millions d'euros en faveur du Fonds de garantie des PME monté par le ministère marocain de l'Économie et des Finances. Il s'agissait d'un soutien à la fois financier et technique. Dans ce même ordre d'idée, mentionnons la signature d'une coopération entre l'Agence française de développement (AFD), la Banque publique d'investissement (BPI) française et la Caisse centrale de garantie (CCG) à propos des mécanismes de partage des risques et de garantie des financements des PME françaises et marocaines opérant au Maroc.

Par ailleurs, en matière d'aide publique au développement (APD), la France se situait en 2012 au quatrième rang des pays les plus contributeurs (en volume) après les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Cette même année, la France avait contribué à hauteur de 12,106 milliards de dollars en APD. Ramenée à son revenu national brut (RNB), l'APD ne représentait toutefois que 0,46 % ; l'objectif de 0,7 % que la France s'était engagée à atteindre (objectifs du millénaire des Nations Unies) n'était pas respecté (Collin et Keller, 2012).

S'agissant de l'APD bilatérale, le Maroc était en 2012 le troisième pays bénéficiaire (tableau 29). Mais l'APD est-elle correctement exploitée par le Maroc ? Signalons à ce sujet qu'en avril 2012, lors d'un contrôle de la politique française d'APD dans les secteurs de l'énergie et du transport, M^me^ F. Keller (rapporteure spéciale) a fait état des difficultés que rencontre l'AFD à travailler avec le Maroc. En effet, en 2015, l'AFD ne sera plus en mesure de respecter le ratio prudentiel « grand risque[52] » sur le Maroc pour les expositions aussi bien souveraines que non souveraines.

En définitive, les lignes de crédit sont sous-utilisées. Il faudra sans doute les faire connaître davantage pour permettre leur exploitation effective et efficace par les entreprises marocaines. Ces outils de financement ne doivent pas être négligés car ils sont aussi de nature à appuyer l'investissement ciblé sur certains secteurs au Maroc dans le cadre du Plan d'accélération industrielle promu par les pouvoirs publics à l'horizon de 2020.

Tableau 29

Aide publique au développement bilatérale nette française en 2012

Rang	Pays	Montant	Rang	Pays	Montant
1	Côte d'Ivoire	1 289	11	Colombie	126
2	Brésil	861	12	Wallis et Futuna	113
3	Maroc	509	13	Niger	102
4	Chine	316	14	Mauritanie	100
5	Sénégal	306	15	Guinée	99
6	Tunisie	245	16	Haïti	94
7	Égypte	145	17	Cameroun	91
8	Vietnam	134	18	Kenya	90
9	République dominicaine	133	19	Maurice	84
10	Jordanie	126	20	Mexique	83

Direction générale du Trésor (2012), Déclaration définitive d'APD française.
Source : Y. Collin, F. Keller, rapporteurs spéciaux (2012), « Mission « Aide publique au développement », Compte spécial : prêts à des États étrangers », Projets/Propositions de loi Commission des finances, Présentation des crédits en commission.

En plus d'une utilisation plus efficace des lignes de crédit étranger, la stratégie d'investissement impliquant le partenariat public-privé demeure aussi une alternative de coopération intéressante à envisager.

52. Comme pour les autres institutions financières, ce ratio interdit à l'AFD d'engager plus de 25 % de ses fonds propres sur un même emprunteur ou garant. Ce non-respect concerne cinq pays pour les expositions souveraines : Maroc, Tunisie, Vietnam, Brésil, Chine et Kenya et trois pays pour les expositions non souveraines : Afrique du Sud, Turquie et Maroc.

7. Le partenariat public-privé, une autre source de financement prometteuse

Dans la perspective de la mise en place du Plan d'accélération industrielle au Maroc, il est fort utile et important de se demander dans quelle mesure la relance et l'approfondissement du partenariat public-privé (PPP) sont à même d'appuyer ledit plan pour le pays.

Depuis une trentaine d'années, dans le contexte des politiques d'ajustement structurel plutôt néolibérales, les réformes des services publics en réseau dans les pays en développement s'appuient sur des programmes d'arrêt ou de limitation des subventions tarifaire, et sur une marchandisation des services pour aboutir à leur privatisation. L'objectif poursuivi est que ces services publics reflètent les coûts de production engagés. Les partenariats public-privé sont, souvent, une étape de transition vers une libéralisation totale des marchés des services publics. Observons que la libération totale des services publics n'est pas une avancée pour les citoyens qui pourraient être amenés à payer plus cher ces services.

Après les expériences de travail entre le public et le privé dans les secteurs des énergies renouvelables, de l'irrigation et du transport urbain, le Maroc s'est doté, en 2015, de la loi n° 86-12[53] sur les contrats de partenariat public-privé dans la continuité du mouvement de modernisation de la commande publique. C'est un outil de financement innovant qui a vocation à accélérer l'investissement public pour soutenir la réalisation de nouveaux projets de développement économiques et sociaux. Cependant, cette loi est aussi un cadre facilitant la coopération avec la France, premier partenaire du Maroc, comme en témoigne le projet de construction de la ligne à grande vitesse Casablanca-Tanger[54] en partenariat avec Alstom et la SNCF, qui initialement devait être opérationnel fin 2015 (mais finalement annoncée pour 2018). La loi n° 86-12 constitue aussi un cadre de coopération avec les pays africains cibles de projets et où existe un vide réglementaire dans ce domaine.

---

53. *Source :* http://www.maroc.ma/fr/actualits/, lundi 11 mai 2015.

54. *Source :* http://www.elhyani.net/tgv-au-maroc-a-quoi-bon/. Ce projet a suscité de nombreuses critiques au Maroc sur son utilité pour le citoyen moyen, étant donné le montant très élevé de son investissement qui aurait pu être utilisé dans des projets plus impérieux pour l'ensemble de la population. Dans ce projet, l'État marocain devait contribuer à hauteur de 5,8 milliards de dirhams, la France et l'UE devaient, respectivement, faire un don de 1,9 million et de 12,3 millions de dirhams sous forme de prêts octroyés par la France et la Banque européenne d'investissement.

Cette loi se situe dans la suite de l'adoption, il y a une dizaine d'années, de la loi sur la gestion déléguée des services publics et les réformes des marchés publics. L'objectif était de combler le déficit d'infrastructures et d'équipements publics de plusieurs secteurs : le logement, le transport, l'énergie (électricité notamment), l'eau, l'agriculture, mais aussi la santé et l'enseignement supérieur. Cela passe par la mise en place de mécanismes et montages financiers innovants en partenariat avec le secteur privé.

Selon le ministère de l'Équipement et du Transport, l'amélioration du secteur du transport nécessite un investissement potentiel de 600 milliards de dirhams[55] sur les vingt prochaines années. A ce sujet, l'entreprise Autoroute du Maroc (ADM) pourrait développer des PPP pour mener à bien son objectif de 1 800 kilomètres (tableau 30) nécessitant un investissement devant atteindre 57 milliards de dirhams[56] en 2016.

Tableau 30

Niveau de réalisation dans la construction de nouveaux tronçons d'autoroute

Projet	Longueur (km)	Etat d'avancement
Autoroute de contournement Rabat		
Pont haubanné sur le Bouregreg	0,94	53 %
Reste des travaux principaux	40,16	31 %
Autoroute El Jadida-Safi		
Tronçon El Jadida-Jorf Lasfar	20,50	41 %
Tronçon Jorf Lasfar-Sidi Samaïl	39,50	33 %
Tronçon Sidi Samaïl-Oualidia	39,00	41 %
Tronçon Oualidia-Safi	43,00	42 %
Autoroute Berrechid-Béni Mellal		
Tronçon Berrechid-Ben Ahmed	38,50	64 %
Tronçon Ben Ahmed-Khouribga	38,50	91 %

Source : Autoroutes du Maroc, 2015.

Ces investissements publics sont indispensables pour la réduction des inégalités économiques et sociales dans les pays en développement. En Afrique, le Maroc fait figure de pays pionnier en matière de PPP ; le

55. *Source :* http://afrique.lepoint.fr/Économie/

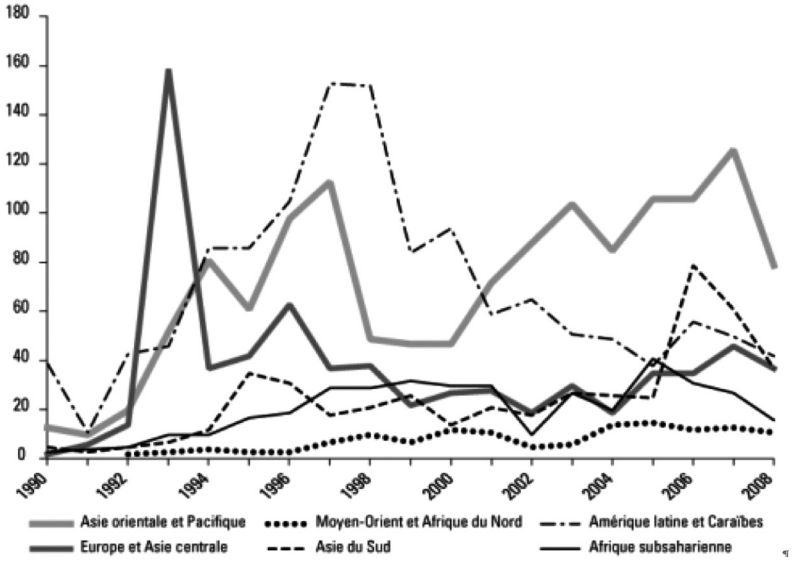
56. *Source :* http://www.leconomiste.com/article/962405-autoroutes-dumarocdes-ppp-pour-renforcer-le-reseau.

premier projet dans le secteur de l'électricité y a été mis en place en 1994. Depuis 1997, différentes délégations de services publics ont suivi et ont concerné notamment l'eau potable, l'assainissement et l'électricité dans les villes de Casablanca, Rabat-Salé, Tanger et Tétouan. Le développement est plus important dans les secteurs des télécommunications et de l'énergie.

Au niveau international, une mise en perspective de l'évolution des PPP, tous secteurs confondus, par grandes régions en développement montre que la région Moyen-Orient et Afrique du Nord avec 123 projets est encore très loin dans ce domaine par rapport aux 1 342 projets pour l'Asie orientale et le Pacifique (Verdeil, 2010). Cela ne représente en moyenne que 10 projets par pays contre 45 pour les autres régions (schéma 75 et tableaux 31 et 32). De 1992 à 2008, le Maroc avec 6 projets est au 2e rang dans sa région en termes de PPP, après l'Algérie (avec 10 projets).

Schéma 75

Évolution du nombre de PPP tous secteurs confondus par grande région



World Bank and PPIAF, PPI Project Database. (http://ppi.worldbank.org), mai 2010.

Source : E. Verdeil (2010), « Les services urbains en réseau dans les pays arabes : diversité des réformes libérales et de leurs effets territoriaux », Services urbains en réforme dans le monde arabe, Géocarrefour, vol. 85, n° 2, http://geocarrefour.revues.org/777.

Tableau 31

Partenariats public-privé dans les pays en développement par grande région

Région ONU	Nombre de pays non documentés	Nombre de pays par zone	Nombre de projets	Nombre moyen de projets	dont projet eau et assainissement	dont projet électricité
Asie orientale et Pacifique	3	23	1 342	67	47	90
Europe et Asie centrale	0	24	678	28	31	68
Amérique latine et Caraïbes	0	29	1299	45	79	141
Moyen-Orient et Afrique du Nord	1	13	123	10	9	19
Asie du Sud	0	8	452	57	6	46
Afrique subsaharienne	3	47	379	9	24	72
			4 273		196	436

World Bank and PPIAF, PPI Project Database. (http://ppi.worldbank.org), mai 2010.

Source : E. Verdeil (2010), « Les services urbains en réseau dans les pays arabes : diversité des réformes libérales et de leurs effets territoriaux », Services urbains en réforme dans le monde arabe, *Géocarrefour*, vol. 85, n° 2, http://geocarrefour.revues.org/777.

Tableau 32

Les PPP dans les domaines de l'énergie (électricité), de l'eau et de l'assainissement

Année	Algérie	Égypte	Irak	Jordanie	Liban	Maroc	Tunisie	Terr. Palest.	Yémen	Total
1992		1								1
1993	1					1	1			3
1996								1		1
1997						2				2
1998		1				1	1			3
1999		1		1			1	1		4
2000								1		1
2001		1				1				2
2002					1		1			2
2003				1		1				2
2004	1									1
2005	3									3
2006	2		1						1	4
2007	2	1	1	1						5
2008	2			1						3
Total	**11**	**5**	**2**	**4**	**1**	**6**	**4**	**3**	**1**	**37**

World Bank and PPIAF, PPI Project Database. (http://ppi.worldbank.org), mai 2010.

Source : E. Verdeil (2010), « Les services urbains en réseau dans les pays arabes : diversité des réformes libérales et de leurs effets territoriaux », Services urbains en réforme dans le monde arabe, Géocarrefour, vol. 85, n° 2, http://geocarrefour.revues.org/777.

Au Maroc, la puissance publique joue naturellement un rôle de premier plan *via* la dépense publique dans les investissements d'infrastructures (routes, extension de lignes de chemin de fer, barrages, etc.) et de biens publics (écoles, lycées, hôpitaux, etc.). Pour les catégories de pays à revenu moyen ou bas, ces investissements sont à la base même de tout projet de développement économique et social. De plus, dans un contexte d'assainissement des finances publiques généralisé, le partenariat avec le secteur privé devrait alléger le poids du financement par le budget de l'État. C'est un canal de financement qu'il convient de mettre en avant à chaque fois que l'efficacité de cette allocation conjointe est avérée. Il permet d'accélérer les investissements industriels du pays et de réduire certaines inégalités en matière d'accès aux services publics en réseau. Mais lorsqu'il y a un déficit d'épargne intérieure, il est utile de développer l'attractivité des investissements directs étrangers (IDE), pour compenser en partie le manque de financement.

8. Investissements directs étrangers et financement de l'industrie

Dans les pays en développement comme le Maroc, les investissements directs étrangers (IDE) peuvent être un complément crucial face à l'insuffisance de l'épargne nationale à financer l'augmentation continue des investissements nécessaires au développement du pays. Durant les années 2000, les IDE à destination du Maroc ont connu un développement important. Entre 2000 et 2007, ils sont passés, en moyenne annuelle, de 20,9 milliards à 32,6 milliards de dirhams sur la période 2008-2015. Cependant, les flux d'IDE peuvent connaître des variations brutales et une certaine irrégularité d'une année à l'autre, selon la conjoncture internationale et la capacité du Maroc à attirer les investisseurs vers des branches d'activités attractives en dehors des opérations ponctuelles de privatisation (et de la conversion de la dette en investissements dans les années 1990). En 2013, le Maroc a attiré 3,4 milliards de dollars d'investissements étrangers, soit une augmentation de 23 % par rapport à 2012 (*World Investment Report*, 2014). Les deux premiers investisseurs ont été la France (37 % du total) et les Émirats Arabes Unis (8,6 % du total). Les industries manufacturières ont à elles seules attiré environ 15,3 milliards de dirhams d'IDE (39 % du total), soit une augmentation de 88 % par rapport à l'année 2012 (ministère de l'Économie et des Finances, 2015).

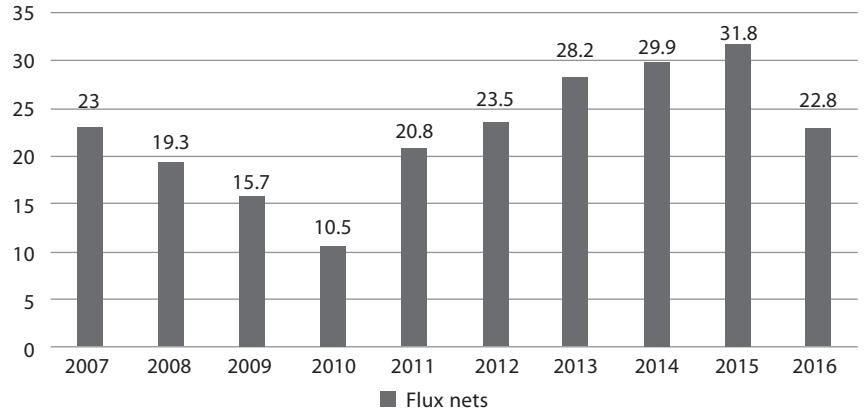
Selon une étude de l'Office des changes (FS n° 2 IDE au Maroc, 2013), la moyenne des recettes des IDE a connu une variation significative, passant de 20,6 milliards de dirhams par an entre 2001 et 2006 à 32,2 milliards de dirhams entre 2007 et 2012, soit une hausse de 46 %. De 2001 à 2006, la progression des IDE au Maroc a été le fait de grandes opérations de privatisation. En 2001, ils ont atteint un niveau record de 30,6 milliards de dirhams grâce notamment à l'entrée de Vivindi dans le capital de Maroc Telecom. S'est ensuivi en 2002 et 2003 la cession des participations de l'État dans des organismes comme la Régie des tabac, la SOMACA (pour les voitures) et la Banque centrale populaire.

Sur la période 2007-2012, dans le contexte de la crise financière internationale, les IDE ont connu des variations dans les deux sens, avec un pic en 2007 à 38 milliards de dirhams, grâce notamment aux flux venant des pays arabes et à la progression des secteurs du tourisme et de l'immobilier (FS n° 2 IDE au Maroc, 2013). Entre 2011 et 2015 la hausse des IDE a été continue, la baisse en 2016 par rapport à 2015 est due notamment au remboursement de prêts (schéma 76).

Schéma 76

Investissements directs étrangers au Maroc entre 2007 et 2016

(en milliards de dirhams)



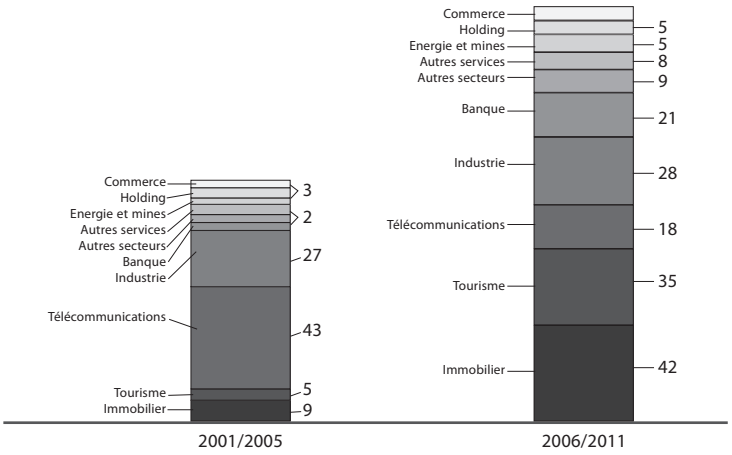
Source : Ambassade de France au Maroc et Service économique régional (SER), d'après l'Office des changes, 2017.

Selon la même étude, lorsque l'on s'intéresse à l'évolution des IDE cumulés par secteur d'activité entre 2001 et 2011, on relève que cinq secteurs pèsent chacun plus de 10 % du total (schémas 77 et 77a) :

l'immobilier, le tourisme, les télécommunications, l'industrie et le secteur bancaire. En particulier, les IDE cumulés de l'immobilier et du tourisme ont connu une hausse spectaculaire : de 14,2 milliards sur la période 2001-2005 à 77,3 milliards de dirhams entre 2005 et 2011. De même, le secteur bancaire a enregistré, entre les deux périodes, une très importante hausse : de 1,8 à 20,9 milliards de dirhams. Observons qu'entre 2009 et 2013 les IDE à destination de l'industrie ont été multipliés par environ 6. Les industries agro-alimentaire, automobile, aéronautique et électronique ont été particulièrement dynamiques.

Schéma 77

Les IDE au Maroc par secteur entre 2001 et 2011
(en milliards de dirhams)



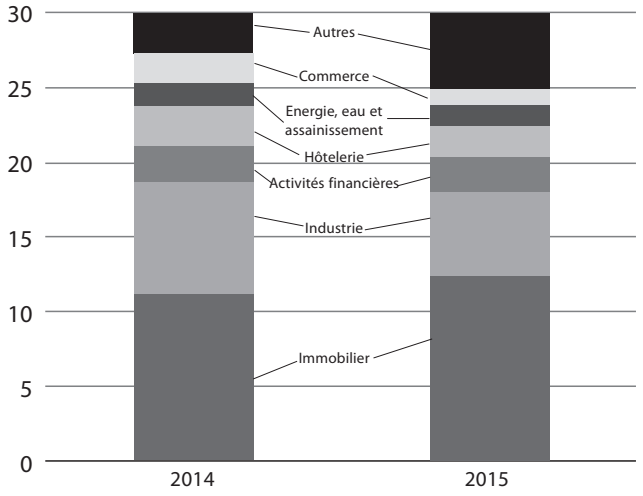
Source : FS n° 2, (2013), IDE au Maroc, Invest in Morocco.

S'agissant des pays d'origine des IDE, les deux principaux partenaires économiques du Maroc que sont la France et l'Espagne sont aussi les premiers pays investisseurs, avec plus de 50 % du total (63 % entre 1999 et 2009). En 2006, les pays du Golfe ont apporté moins de 10 % du total des IDE au Maroc (Mahraz, 2008) ; leur contribution augmente depuis. Elle a été de 27,4 % du total des IDE en 2011 (schéma 78). De même, le schéma 78a renseigne sur l'évolution comparée des IDE pour les principaux pays entre les périodes 2004-2007 et 2008-2014. Durant la période 2008-2014, les IDE en provenance des Émirats Arabes Unis ont plus que doublé. La France a également augmenté ses investissements d'environ 2 milliards de dirhams.

Schéma 77a

Les IDE au Maroc par secteur entre 2014 et 2015

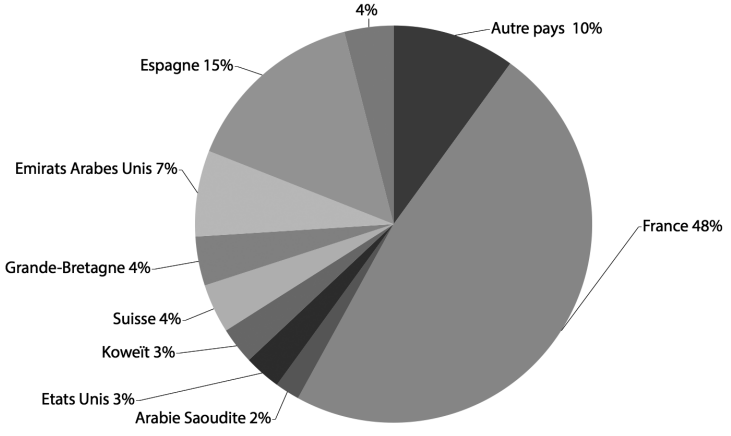
(en milliards de dirhams)



Source : Ambassade de France au Maroc et SER, d'après l'Office des changes, 2017.

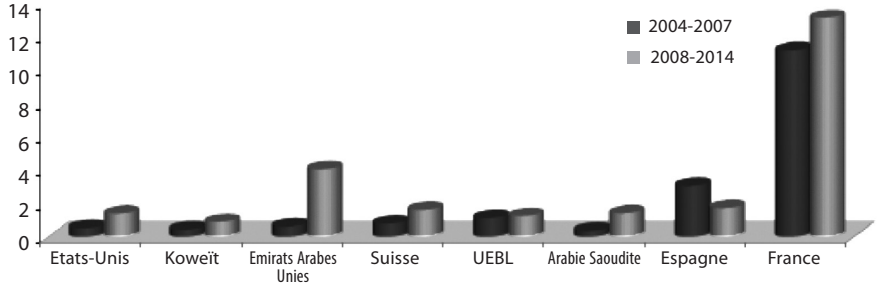
Schéma 78

Les IDE par pays d'origine entre 2001 et 2011



Source : FS n° 2 (2013), IDE au Maroc, Invest in Morocco.

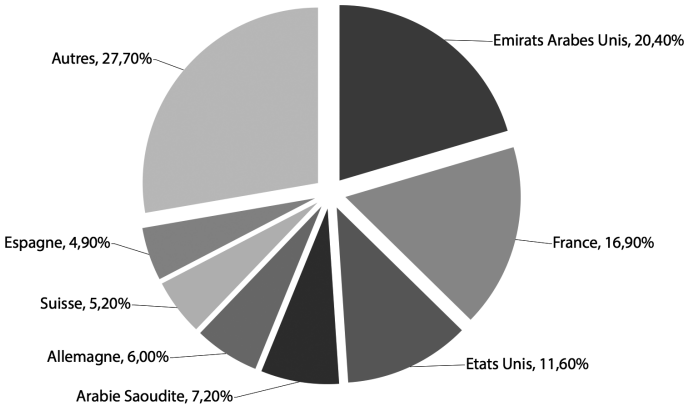
Schéma 78 a
Évolution des IDE pour les principaux pays entre les périodes 2004-2007 et 2008-2014



Source : Ministère de l'Économie et des Finances (2015), « Tableaux de bord des indicateurs macro-économiques », Direction des études et des prévisions financières, www.finances.gov.ma/depf/depf.htm.

En 2015, les Émirats Arabes Unis, la France et les Etats-Unis arrivent en tête des pays investisseurs au Maroc (schéma 79).

Schéma 79
Les IDE par pays d'origine en 2015



Source : Ambassade de France au Maroc et SER, d'après l'Office des changes

Sur le plan institutionnel, le Maroc a tout à gagner à poursuivre les réformes permettant d'améliorer le climat et la pratique des affaires pour consolider l'attractivité du pays pour les investisseurs étrangers. Les réformes institutionnelles entreprises par le Maroc depuis 2015, comme l'opérationnalisation de l'identifiant commun des entreprises (ICE), l'application du décret du Réglement général de la construction (RGC)

et de l'arrêté relatif à la dématérialisation des titres d'importation et d'exportation, sont de nature rehausser cette attractivité.

De même, le Maroc a intérêt à mieux faire connaître l'attractivité de ses différentes branches d'activité, à l'exemple de la campagne de communication lancée en 2009 en France et en Espagne par l'Association marocaine de développement des investissements (AMDI). Malgré leur relative irrégularité, les investissements directs étrangers peuvent constituer une solution alternative et un complément de financement au Plan d'accélération industrielle du Maroc. Néanmoins, il faut qu'ils s'accompagnent d'une exigence contractuelle et formelle de transfert de technologie et de la formation permanente de la main-d'œuvre locale (à l'exemple de la Tunisie ou de la Chine vis-à-vis de la France).

La problématique du financement de l'industrie au Maroc amène à s'interroger, à présent, sur la capacité du *crowdfunding* à financer certains projets innovants.

9. Le *Crowdfunding* peut-il devenir un véritable segment de financement de l'investissement au Maroc ?

Le *crowdfunding* est un financement participatif (ou de masse) *via* internet apparu aux États-Unis dans les années 2000 pour financer initialement des projets artistiques. Ce financement, pouvant être qualifié de « collaboratif », permet de récolter des fonds auprès des internautes pour le financement de projets culturels, économiques, solidaires et humanitaires. Le besoin de financement des projets économiques innovants *via* des start-up a étendu son modèle à la sphère de l'entrepreneuriat. Historiquement, ce principe de financement est connu aux USA depuis le 18e siècle (récolte des fonds pour la construction de la statue de la Liberté à New-York). De nos jours, les USA comptent un peu moins d'une centaine de plateformes électroniques de *crowdfunding* ; parmi les plus connues citons IndieGoGo et Kickstarter, dédiées à l'investissement en capital (*Equity crowdfunding*).

Depuis 2010, ce mode de financement participatif tente de faire son entrée au Maroc, dans un premier temps *via* des plateformes internationales situées à l'étranger. Etant donné les difficultés d'accès au financement classique bancaire par des TPME, le *crowdfunding* peut être considéré comme faisant partie des alternatives pour certains projets d'innovation et/

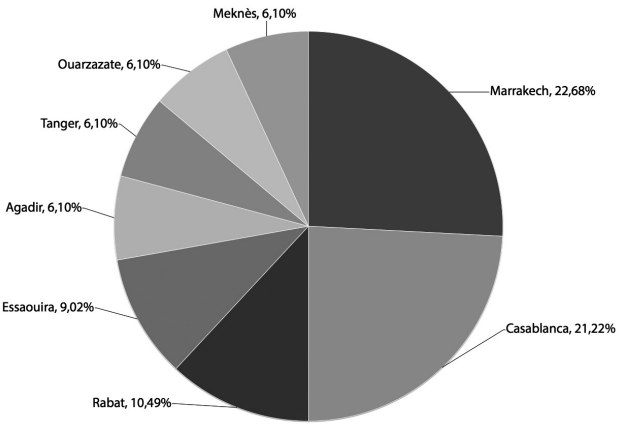
ou de création d'entreprise. Cependant, la réglementation marocaine n'autorise pas la récolte de fonds auprès du public sur des plateformes électroniques ne possédant pas la qualité d'établissement bancaire. A cet effet, les autorités marocaines travaillent, depuis 2010, à la mise en place d'un cadre juridique permettant l'introduction du *crowdfunding* comme moyen de financement participatif pour faciliter notamment l'entrepreneuriat.

C'est à partir de 2014 que des plateformes de *crowdfunding* commencèrent à s'occuper de projets concernant le Maroc, à l'exemple d'Afineety, Atadamone, Smala & Co ou bien Cotizi. Cette dernière est la première plateforme de *crowdfunding* localisée au Maroc. Smala & Co est installée en France pour des raisons de législation, le Maroc ne disposant pas encore de cadre juridique permettant de garantir les droits et obligations des investisseurs et entrepreneurs. A noter que bon nombre de ces plateformes œuvrent dans les domaines associatif et social.

L'étude réalisée par le site de la plateforme Smala & Co sur les projets de *crowdfunding* concernant le Maroc depuis 2010 livre une première synthèse sur les débuts de ce mode de financement participatif au Royaume (Medias24). Selon cette même étude, le *crowdfunding* a permis de financer environ 70 projets au Maroc, essentiellement depuis des plateformes situées en France et aux USA, suivies de très loin par le Maroc et le Moyen-Orient. Depuis 2010, la collecte aurait atteint plus de 2,2 millions de dirhams (schéma 80).

Schéma 80

Répartition des projets par ville au Maroc



Source : Happy Smala & Co, 2015.

Le segment du *crowdfunding* n'est qu'à ses débuts, mais il apparaît avoir un fort potentiel de croissance à l'avenir au vu des besoins massifs de financement. Certains observateurs estiment qu'il pourrait franchir les 10 millions de dirhams de collecte dans les deux années à venir. De telles perspectives sont de nature à stimuler l'investissement industriel au Maroc.

Nous avons montré, à travers ce chapitre, que face aux difficultés relevées dans le financement traditionnel des entreprises marocaines par le secteur bancaire et la bourse, d'autres acteurs et mécanismes financiers alternatifs et innovants tels que les fonds et mécanismes de garantie, le partenariat public-privé ou les IDE sont à promouvoir. Leur contribution est de nature à élargir de façon efficace les sources de financement pour les entreprises industrielles, notamment.

CHAPITRE 5

Rôle de la politique monétaire et du crédit dans l'incitation à l'investissement industriel

Au plan macro-économique, la politique monétaire et de change de la banque centrale du Maroc peut également relancer, via les taux d'intérêt directeurs et une politique de change plus appropriée, le crédit bancaire à destination des entreprises industrielles marocaines, aidant en cela à relever le défi de l'industrialisation du Maroc.

1. Transmission de la politique monétaire par le canal du crédit à l'économie

La mission première de Bank Al Maghrib (BAM), la banque centrale du Maroc, relative à la garantie de la stabilité des prix a été institutionnellement renforcée depuis son indépendance en 2006. Mais BAM est aussi fondée d'accompagner le développement économique du pays par une politique incitatrice des taux d'intérêt directeurs et par les autres instruments indirects comme le taux de la réserve monétaire. Généralement, les taux d'intérêt[57] ont un impact plus ou moins grand sur l'activité économique du pays ; ils influencent le comportement du consommateur en matière d'arbitrage consommation/épargne et les décisions d'investissement à long terme des entreprises.

Par ailleurs, BAM cherche à favoriser le financement de l'économie marocaine par différents instruments *via* le secteur bancaire privé sans pour autant renier l'objectif de stabilité des prix. A l'instar des banques

57. Dans les conditions d'un fonctionnement normal de l'économie (en dehors des situations d'inversion des taux), les taux d'intérêt à court terme sont moins élevés que ceux à long terme et varient plus.

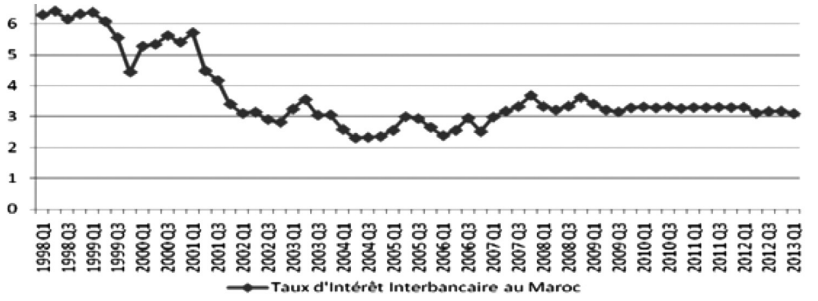
centrales des pays industrialisés, BAM mène ponctuellement des opérations de « réglage fin », afin de corriger l'impact des variations imprévues de la liquidité bancaire sur les taux d'intérêt *via* les opérations d'émission ou de rachat de ses propres titres. Ces opérations (d'*open market*) de cessions ou d'acquisitions des bons du Trésor notamment renforcent ses interventions sur le marché monétaire en lui permettant de retirer ou d'injecter des liquidités.

Cependant, l'efficacité de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib dépend aussi du degré de développement des marchés financiers marocains. Or, ces derniers sont loin d'avoir atteint un niveau d'efficacité leur permettant de remplir pleinement leur rôle dans l'allocation efficiente des ressources. D'après la littérature (Stiglitz et Weiss, 1981), il convient de tenir compte des imperfections des marchés financiers comme facteur de propagation et d'amplification du canal de la monnaie.

BAM a comme objectif opérationnel le maintien du taux interbancaire à l'intérieur d'un corridor formé par un taux plafond, le taux des facilités d'avances à 24 heures et un taux plancher, le taux des facilités de dépôts. *In fine*, BAM cherche à influer sur les taux d'intérêt et donc sur le coût et le volume des crédits octroyés par le secteur bancaire à l'économie marocaine. Il s'agit du mécanisme de transmission de la politique monétaire par le taux interbancaire. Ce taux est un baromètre des conditions de refinancement des banques sur le marché interbancaire. Il influe sur le coût de leurs ressources et sert, en définitive, de référentiel pour la fixation des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs appliqués aux entreprises, aux ménages et autres agents économiques.

Schéma 81

Évolution du taux interbancaire au Maroc

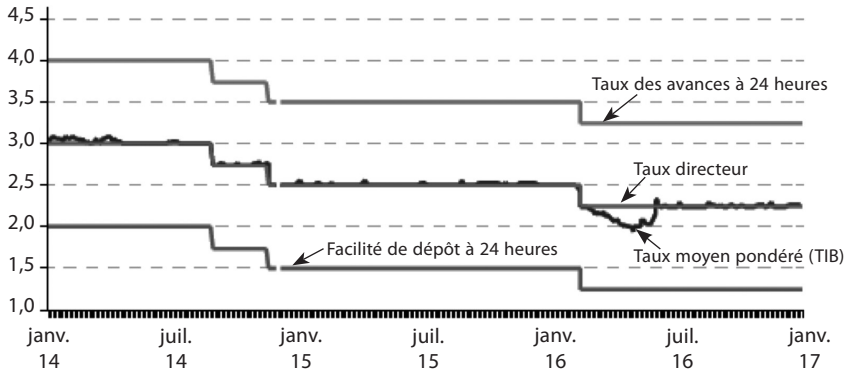


Source : B. Nahhal (2016), Transmission de la politique monétaire à l'économie marocaine, thèse, en cotutelle entre l'Université Mohammed V Rabat et l'Université Jules Vernes Amiens.

Entre autres, les réformes entreprises par le Maroc ont également permis la libéralisation des taux d'intérêt créditeurs et débiteurs dès 1996. C'est ainsi que le niveau du taux d'intérêt du marché monétaire a été très significativement réduit entre 1994 et 2014. Il est passé, en effet, de 6,31 % au début de 1994 à 3 % en 2013 et ensuite à 2,5 % en décembre 2014 (schémas 81 et 82).

Schéma 82

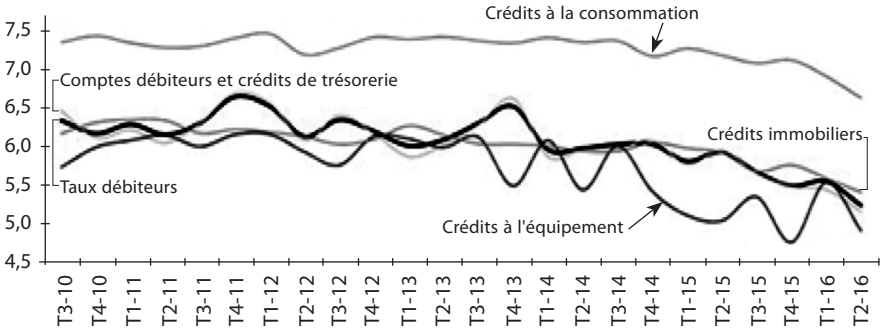
Évolution du taux interbancaire au Maroc en données quotidiennes *(en %)*



Source : BAM (2017), *Rapport sur la politique monétaire.*

Schéma 83

Relative insensibilité des entreprises marocaines à la baisse des taux d'intérêt de BAM *(en %)*

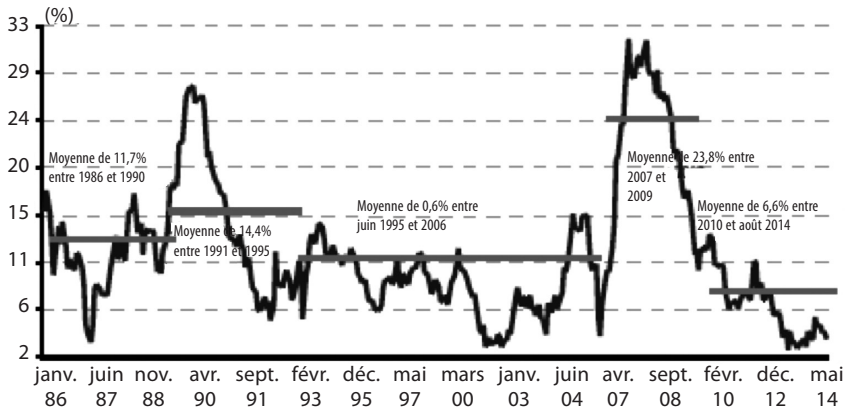


Source : BAM, 2016.

Au Maroc, cependant, l'écueil venant de la faiblesse du taux de bancarisation a pour conséquence notamment la relative insensibilité des décisions des agents économiques aux variations des taux d'intérêt des autorités monétaires (schéma 83). Les acteurs économiques ne suivent pas tellement l'évolution des taux d'intérêt de la politique monétaire. D'un côté, les petites entreprises n'ont pas la capacité de choisir leur mode de financement en fonction des taux d'intérêt. De l'autre côté, les ménages restent insensibles aux variations des taux d'intérêt quant aux effets de richesse et de revenu.

Empiriquement, on observe depuis 1986, à l'exception des périodes 1991-1995 et 2007-2009, un ralentissement du crédit bancaire déterminé essentiellement par la croissance économique non agricole et impacté par l'évolution des taux d'intérêt (schémas 84 et 85). Ce ralentissement du crédit n'est pas de bon augure dans la transmission de la politique monétaire, car il n'est pas de nature à favoriser le financement de l'investissement industriel.

Schéma 84
Évolution du crédit bancaire (glissement annuel, en %)



Source : Bank Al Maghrib (2014), *Rapport sur la politique monétaire.*

Une étude[58] BAM (Rapport 2014) s'interroge sur la compatibilité du rythme de croissance du crédit bancaire avec son niveau d'équilibre à long terme par rapport à ses déterminants macro-économiques qui sont,

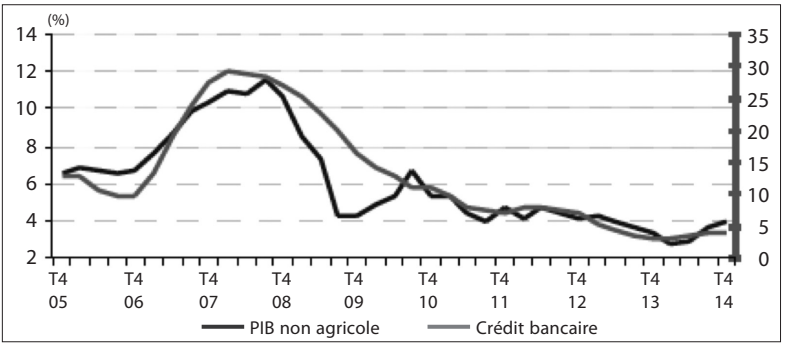
58. BAM a estimé la fonction de demande du crédit par un modèle VECM en fonction de trois variables : le PIB non agricole, le taux d'intérêt et l'indice boursier du secteur immobilier.

notamment, la croissance économique et le taux d'intérêt. Elle a expliqué le ralentissement du crédit bancaire depuis 2008 par celui de la croissance non agricole. La progression de cette dernière est restée inférieure à son niveau potentiel de long terme.

Schéma 85

Évolutions annuelles du crédit bancaire et du PIB non agricole

(moyenne mobile sur 4 trimestres)



Source : Bank Al Maghrib (2014), *Rapport sur la politique monétaire.*

La distribution du crédit bancaire au Maroc peut être impactée par la conjoncture internationale, comme ce fut le cas lors de la crise financière mondiale de 2008. La baisse du crédit immobilier au Maroc (de plus 20 % à moins de 10 %) en septembre 2008, conjuguée à l'augmentation des créances en souffrance (de 1,34 % à 6,83 %) et à la baisse des créances clients, a contribué à la baisse globale du crédit bancaire (tableau 33).

Tableau 33

Impact de la crise de 2008 sur le crédit bancaire au Maroc

Contribution de croissance	Avant 09/2008	Après 09/2008
Créance en souffrance	-27,62 %	1,60 %
Créances clients	5,60 %	39,28 %
Crédits consommation	1,45 %	-1,37 %
Trésorerie	39,86 %	34,5 1%
Immobilier	63,28 %	12,06 %
Équipement	17,44 %	13,92 %

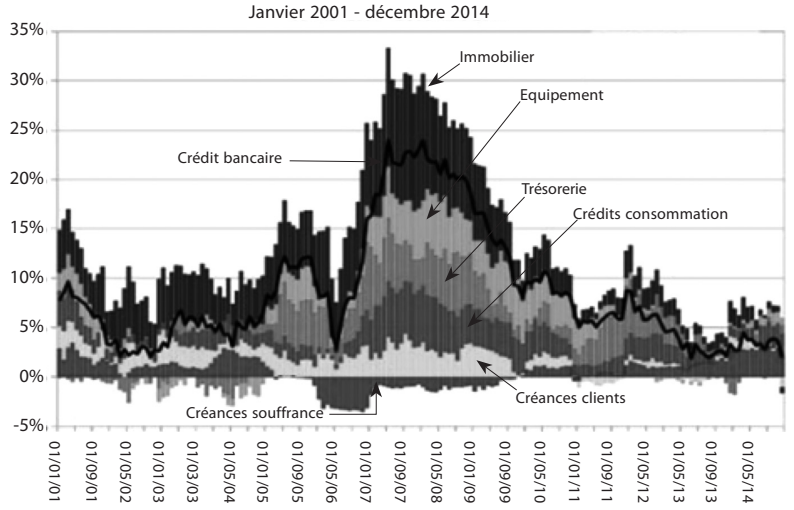
La dépendance du crédit bancaire vis-à-vis la croissance du secteur immobilier

Source : http://www.medias24.com/ÉCONOMIE/ÉCONOMIE/153398-La-croissance-du-credit-immobilier-a-fortement-baisse-depuis-2008.html#

De même, le schéma 86 montre la baisse du taux de croissance du crédit bancaire global au Maroc et les parts de chaque segment économique à partir de fin 2008 (situation de *crédit crunch*). La robustesse légendaire du système financier marocain, permise par une régulation exigeante par les autorités monétaires et par une moindre exposition aux flux financiers internationaux, ne le met pas à l'abri des chocs extérieurs.

Schéma 86

Baisse du taux de croissance du crédit bancaire au Maroc à partir de fin 2008

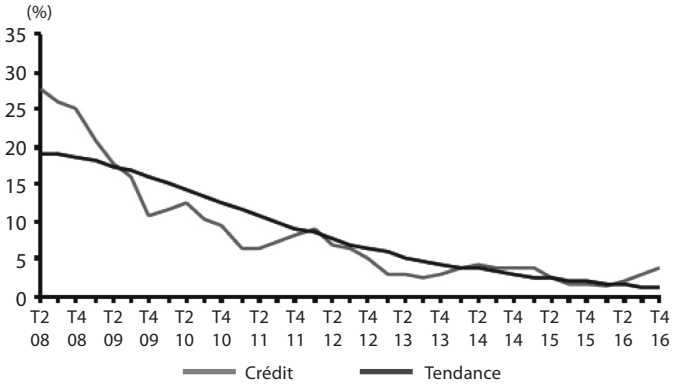


Source : http://www.medias24.com/ÉCONOMIE/ÉCONOMIE/153398-La-croissance-du-credit-immobilier-a-fortement-baisse-depuis-2008.html#

En effet, selon les chiffres de BAM, le crédit bancaire a augmenté au taux de 8,6 % entre 1995 et 2006 ; mais, à partir de 2008, son rythme (en tendance) a décru de façon continue de 10,6 % en 2011 à 3,9 % en 2013 et 2,2 % en 2014 (schéma 86a). Cependant, les prêts accordés au secteur non financier ont connu une progression de 1,7 % à 4,2 % entre 2013 et 2014, qui viendraient d'un frémissement de la demande et d'une légère amélioration de l'offre bancaire liée notamment au programme d'incitation au financement de la TPME promu par BAM. Cela s'est concrétisé par une baisse relative des garanties demandées et du coût du financement. Cependant, la progression globale des prêts en 2014 ne profite pas à tous les secteurs et agents économiques (schémas 87 et 88).

Schéma 86a

Variation en glissement annuel du crédit

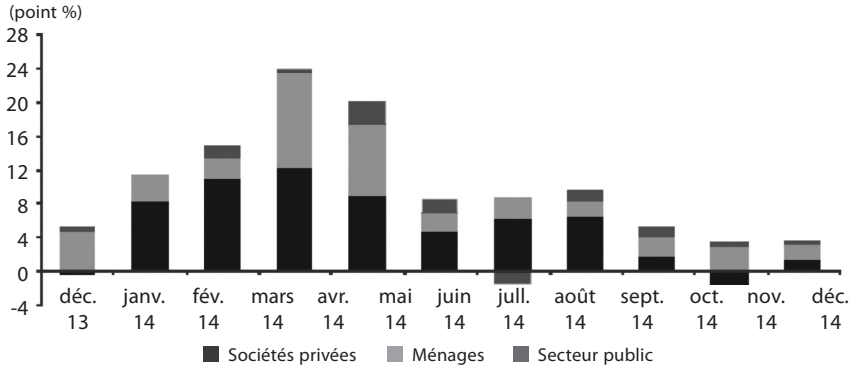


Source : Bank Al Maghrib (2017), *Rapport sur la politique monétaire*.

Entre 2013 et 2014, les prêts accordés au secteur de l'immobilier ont baissé de 4,8 % à 2,7 %, tandis que ceux octroyés à l'équipement ont progressé globalement de 1,5 % à 3,7 %. Cela s'est traduit par une hausse des prêts de 1,8 % aux sociétés non financières publiques et une baisse de 0,9 % aux entreprises privées.

Schéma 87

Contribution des agents économiques à la croissance du crédit bancaire (en glissement annuel)

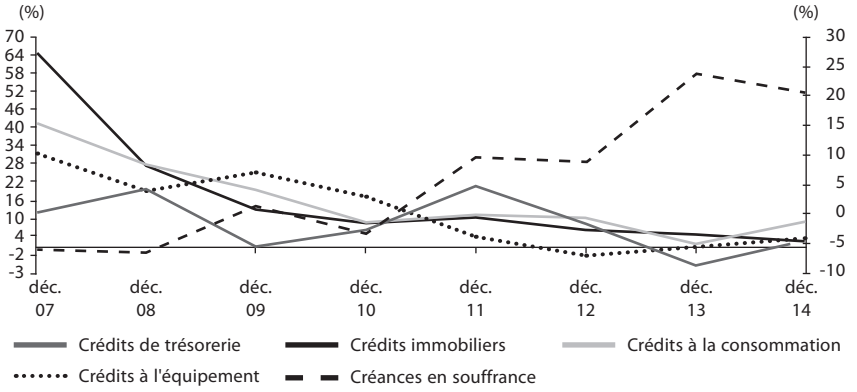


Source : Bank Al Maghrib (2014), Rapport sur la politique monétaire.

Schéma 88

Évolution des principales catégories du crédit bancaire

(glissement annuel, en %)



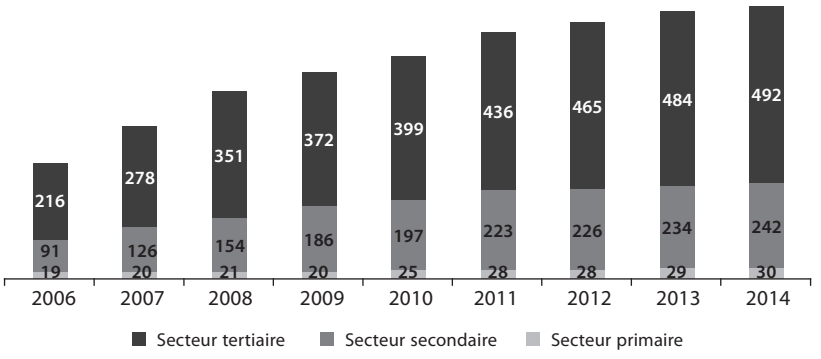
Source : Bank Al Maghrib (2014), *Rapport sur la politique monétaire.*

Par branche d'activité, on observe une relative baisse du crédit pour les secteurs agricole et industriel et une remontée pour les services hors activités financières (schémas 89 et 90).

Schéma 89

Répartition des crédits par secteurs d'activité

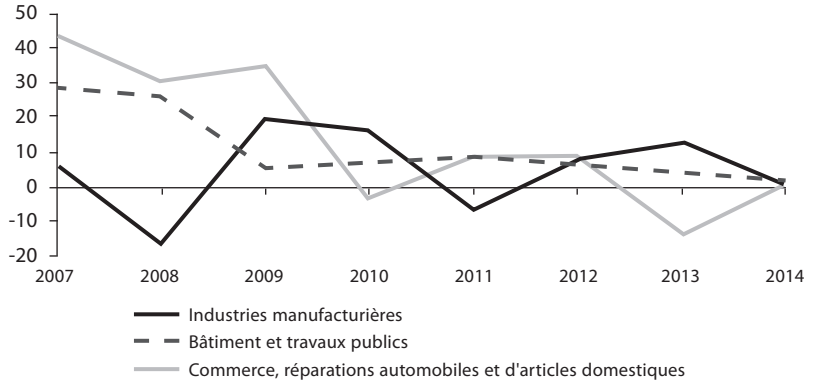
(en milliards de dirhams)



Source : Bank Al Maghrib (2014), *Rapport sur la politique monétaire.*

Schéma 90

Évolution du crédit dans certaines branches d'activité
(glissement annuel, en %)

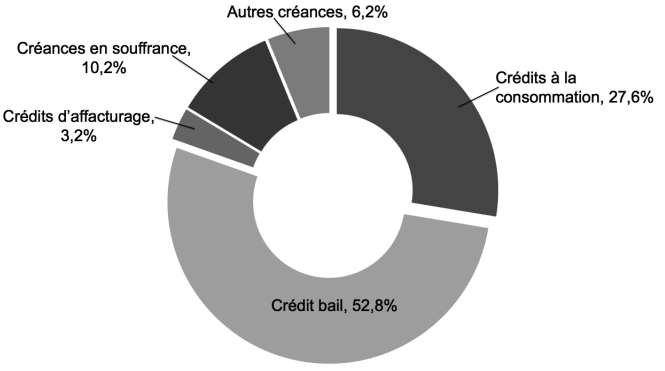


Source : Bank Al Maghrib (2014), *Rapport sur la politique monétaire.*

Par ailleurs, les autres sociétés financières ont aussi augmenté leurs prêts de 2,3 % en 2014, avec 2,5 % pour les sociétés financières, 10 % pour les banques off-shore, 5 % pour les associations de microcrédit et 4 % pour la CDG (schémas 91 et 92).

Schéma 91

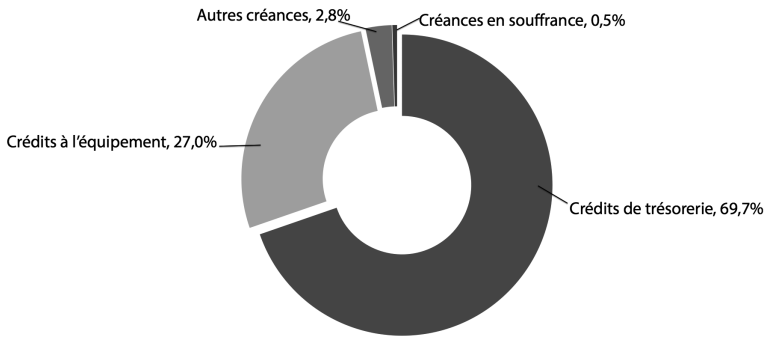
Structure des crédits distribués par les sociétés de financement en 2014 *(en %)*



Source : Bank Al Maghrib (2014), *Rapport sur la politique monétaire.*

Schéma 92

Structure des crédits distribués par les banques off-shore en 2014 *(en %)*



Source : Bank Al Maghrib (2014), *Rapport sur la politique monétaire*.

A l'instar des grandes banques centrales des pays développés, Bank Al Maghrib a initié depuis 1998 une politique de désinflation et de réduction du déficit public en vue d'assurer la stabilité macro-économique de l'économie marocaine. Du point de vue théorique, le régime de basse inflation, par son effet sur les coûts de production, favoriserait l'investissement industriel qui est l'un des moteurs de la croissance économique. De même, par le jeu des anticipations, un niveau soutenable d'inflation à long terme conduit à un écrasement des primes de risque sur la courbe des taux d'intérêt et devrait, par conséquent, faciliter le financement à long terme des entreprises.

Selon la théorie économique standard, à travers le canal du crédit, l'instrument du taux d'intérêt de la politique monétaire revêt toute son importance dans une politique volontariste d'industrialisation du Maroc à l'horizon 2020. Il assure la transmission des chocs monétaires à l'économie réelle. Cependant, dans les faits, force est de constater que la lutte contre l'inflation menée par BAM, au lieu de conduire à une baisse du coût du crédit, a entraîné un phénomène de rationnement de celui-ci, surtout pour les petites et moyennes entreprises marocaines (Taouil, 2008). Par ailleurs, l'exigence par les banques de garanties élevées se traduit par une segmentation par la taille du marché du crédit, entre les grandes entreprises accédant aux financements à des conditions avantageuses et les PME-PMI devant supporter des primes de risque pouvant se traduire par des taux d'intérêt à deux chiffres par période. Par exemple, entre 2000

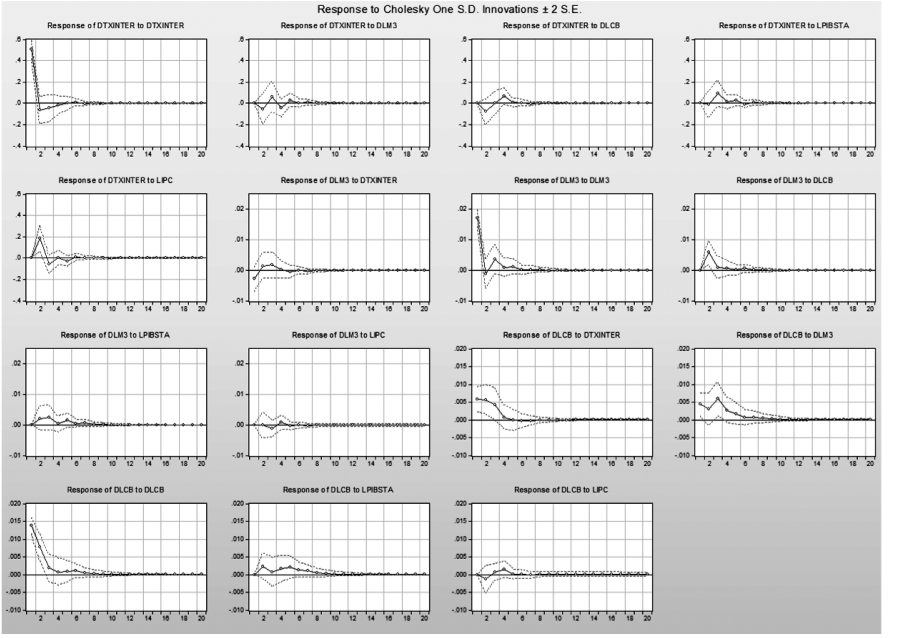
et 2005, les taux d'intérêt appliqués aux grandes entreprises étaient de l'ordre de 4 % à 4,5 %, tandis que les PME-PMI empruntaient à des taux allant de 10 % à 12 %.

Ces contraintes sur le coût du financement et le volume des crédits sont de nature à décourager l'investissement industriel. La transmission de la variation des taux d'intérêt directeurs de BAM *via* le canal du crédit n'opère pas comme attendu par la théorie. C'est aussi la conclusion à laquelle nous sommes arrivés dans notre étude sur le rôle du crédit dans la transmission de la politique monétaire au Maroc (Moumni et Nahhal, 2012).

En effet, les résultats de notre modèle VAR simple (consistant en une analyse de l'impact de chocs orthogonaux émanant de variables de politiques monétaires réputées exogènes sur les variables macroéconomiques) sur la période allant du premier trimestre 1994 au premier trimestre 2013 montrent une faiblesse, voire un dysfonctionnement, au niveau de la transmission par le canal du crédit bancaire, comme l'illustre le schéma 93.

Schéma 93

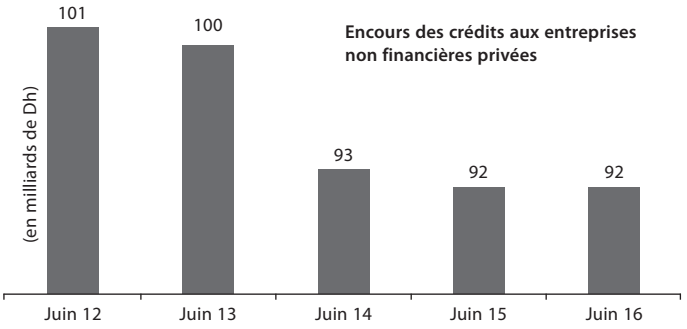
Fonctions de réponses (IRFs) impulsionnelles des variables taux d'intérêt, masse monétaire (M3) et crédit bancaire



Source : N. Moumni, B. Nahhal (2012), « VAR test evaluation of monetary policy transmission in Morocco », EcoMod2012, International Conference on Policy Modeling, University of Seville, Spain, 4-7 July.

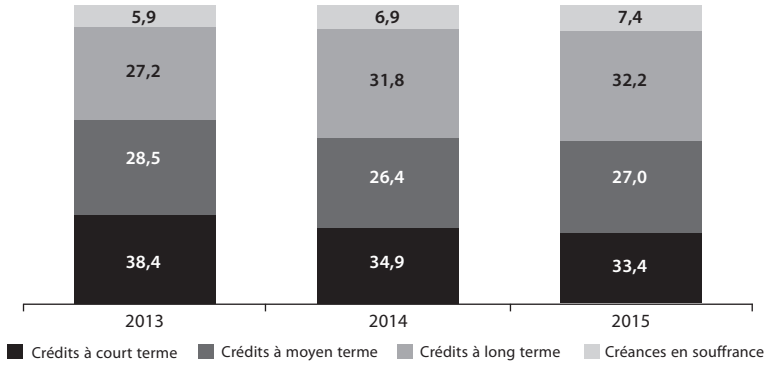
Il convient de souligner que la plupart des enquêtes citées précédemment révèlent que le coût élevé du crédit et les garanties importantes exigées par les banques sont les principales contraintes à l'investissement des entreprises marocaines. Le schéma 94 montre une baisse des encours des crédits accordés aux entreprises marocaines entre juin 2012 et juin 2016. Considéré par maturité, l'encours global des crédits bancaires à court terme a baissé entre 2013 et 2015 de 38,4 % à 33,4 %, tandis que le crédit à long terme a augmenté sur la même période de 27,2 % à 32,2 % (schéma 95). Cette évolution est, en principe, favorable à l'investissement à long terme par rapport aux années 90 où l'essentiel des crédits bancaires se faisait à court terme.

Schéma 94
Baisse des crédits aux entreprises marocaines



Source : BAM, 2016.

Schéma 95
Structure des crédits bancaires par maturité



Source : BAM (2016), *Rapport de l'exercice 2015*.

Si la politique monétaire de BAM a des effets limités sur l'octroi de crédits à l'économie et à l'investissement industriel en particulier, une politique de change appropriée pourrait-elle avoir un impact positif sur le financement des investissements pour l'export ?

2. L'impact de la politique de change sur le financement de l'industrialisation

Dans le train des réformes de libéralisation financière, le Maroc a instauré en 1993 la convertibilité du dirham pour les opérations courantes et, depuis 1996, la libéralisation progressive du régime de change. Celle-ci s'est traduite par l'ouverture du marché des changes et la fin du monopole de BAM dans la cotation du dirham.

Les autorités monétaires projettent d'adopter, progressivement, un régime de change flexible du dirham. Rappelons que la tentation d'utiliser la sous-évaluation de la monnaie (guerre des monnaies) comme outil de compétitivité pour dynamiser les exportations est présente dans tous les pays du monde quel que soit le niveau d'industrialisation. Les grands émergents comme l'Inde ou la Chine ont entretenu des politiques de sous-évaluation de leur monnaie. Ils ont été souvent accusés par les autres pays de concurrence déloyale dans le commerce international. Le Maroc peut-il aussi être tenté par l'argument de la compétitivité ?

Mais avant de tenter de répondre à cette question, revisitons les principaux enseignements théoriques à propos du régime de flottement des monnaies (Moumni, 2014). Au plan théorique, les économistes libéraux n'ont pas tari d'éloges sur les bienfaits économiques du régime de change flexible pur.

Cependant, les faits sont têtus. Les fluctuations brutales du dollar pendant la première moitié des années 80 (à la hausse) et les crises de change de la décennie 90 ont montré que ce régime n'avait pas les vertus qu'on lui attribuait. Le débat sur le régime de change approprié a repris de plus belle à la fin des années 90 et ne s'est pas éteint depuis, comme en témoigne les « liaisons dangereuses et coûteuses » qu'entretiennent l'euro et le dollar US sur les marchés des changes.

En 1998, Paul Krugman a repris à son compte la formule du triangle des incompatibilités[59] qu'il qualifie « d'éternel », à savoir : « l'ajustement, la confiance et la liquidité » :

– l'ajustement consiste pour un pays à poursuivre des objectifs internes de stabilisation, notamment en matière de politique monétaire en vue d'agir sur son cycle économique ;

– la confiance se traduit pour une banque centrale par la protection de sa monnaie des mouvements purement spéculatifs ;

– la liquidité désigne la capacité des mouvements de capitaux à court terme à financer le commerce extérieur d'un pays et ses déséquilibres passagers de balance des paiements.

Dans un contexte d'accroissement des mouvements de capitaux, les pays développés peuvent faire en permanence l'objet d'attaques spéculatives sur le taux de change de leur monnaie. Les banques centrales ne peuvent utiliser les trois côtés du triangle ; elles ne peuvent en conserver que deux et libérer le troisième. Sachant que chaque décision est porteuse d'avantages et d'inconvénients, elles doivent donc procéder à un arbitrage très sensible. On voit bien que les autorités monétaires des pays développés se trouvent devant des arbitrages extrêmement délicats. Que dire donc des pays émergents comme le Maroc, dont le poids du commerce extérieur est prépondérant dans leur PIB ?

Depuis 1973, le régime de change du dirham (fixe mais ajustable par BAM) est ancré par rapport à un panier de devises reflétant le poids économique des principaux partenaires commerciaux du Maroc (schémas 96 et 97). Entre 1984 et 2014, l'évolution du taux de change effectif du dirham (schéma 97a) indique que jusqu'en 1990 son niveau réel a montré une certaine stabilité, alors que son niveau nominal s'est beaucoup apprécié. De ce fait, en 1990, les autorités monétaires ont procédé à une dévaluation de 9,25 % du dirham. De même, en 2001, le panier d'ancrage a été limité à l'euro et au dollar américain, entraînant une baisse de 5 % de la monnaie marocaine. Et en 2015, les pondérations du panier ont été modifiées en faveur du dollar américain, celui-ci a vu son pourcentage passer de 20 % à 40 % tandis que le poids de l'euro baissait de 80 % à 60 %.

---

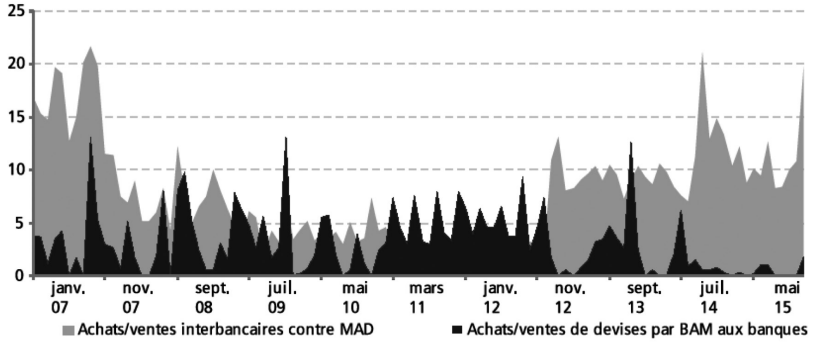
59. Ce concept a été développé par Mundell en 1962. Il suggère qu'un pays ne peut poursuivre son objectif de politique monétaire intérieure et une mobilité parfaite des capitaux dans le cadre d'un régime de change fixe strict.

Il convient de souligner que ce régime d'ancrage à un panier de monnaies (euro et dollar américain) a contribué largement à la stabilité de l'économie marocaine. Cependant, après les dévaluations et réaménagements du panier durant les quatre dernières décennies, les autorités monétaires envisagent d'entamer, à l'instar d'un certain nombre de pays émergents, un processus progressif de flexibilité de change du dirham susceptible d'améliorer la compétitivité des exportations marocaines et de conduire à une structure soutenable de la balance des paiements.

Schéma 96

Transaction au comptant sur le marché des changes

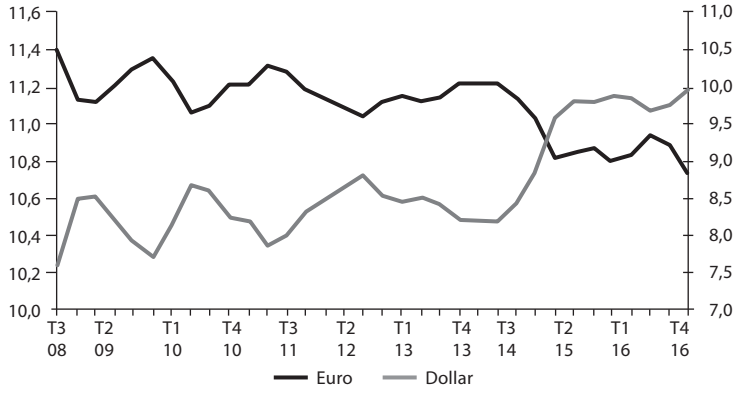
(en milliards de dirhams)



Source : BAM (2016), *Rapport de l'exercice 2015*.

Schéma 97

Évolution du taux de change du dirham

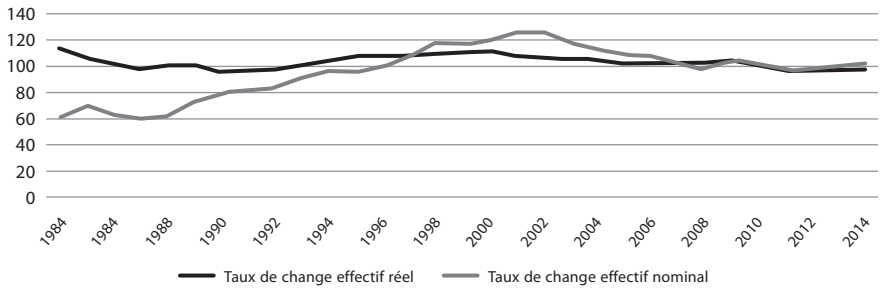


Source : BAM (2017), *Rapport sur la politique monétaire*.

Rappelons cependant que les raisons pour lesquelles les principaux pays industrialisés ont choisi la flexibilité pure ne permettent pas au Maroc de suivre leur exemple, car celui-ci, bien que faisant partie du groupe des pays émergents, n'a pas encore développé tous ses atouts économiques et institutionnels. Rappelons que les économies développées se caractérisent par un poids relativement faible de leur commerce extérieur, une dette raisonnable libellée en devises et par la confiance à long terme des investisseurs internationaux dans leur économie. Certains pays émergents font des efforts pour converger vers cette voie.

Schéma 97 a

Évolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham entre 1984 et 2014



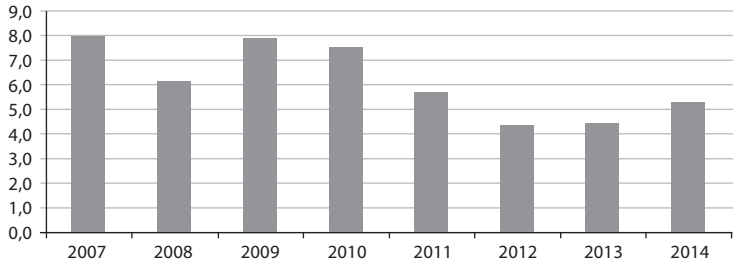
Source : FMI (2015) et H. Esmak (2016).

Observons que la flexibilité totale du taux de change du dirham requiert au préalable la mise en place du ciblage de l'inflation. Pour les partisans de cette évolution, la convertibilité totale du dirham serait de nature à faire mieux supporter les chocs externes par l'économie marocaine. Mais, malgré les différentes mesures de libéralisation des changes adoptées jusqu'à présent, le choix d'une flexibilité de change totale pour le Maroc paraît aujourd'hui « relativement périlleux » à cause de la structure de son économie. Celle-ci se caractérise par une dette extérieure totale du secteur public importante, avoisinant 25 % du PIB, et une instabilité des réserves de changes en termes de mois d'importations. En effet, le rythme supérieur de l'augmentation des importations par rapport aux exportations conduit à un creusement du déficit commercial qui affecte la balance des paiements en rognant sur les réserves de change. Depuis la crise financière de 2007, les réserves de change ont accusé une baisse relativement importante, passant d'environ 8 à 4,3 mois d'importations en 2013 (schéma 97b).

Schéma 97b

Évolution des réserves de change du Maroc de 2007 à 2014

(en mois d'importation)



Source : Banque mondiale (2015) et H. Esmak (2016).

A cela s'ajoute une dépendance à l'égard des transferts des résidents marocains à l'étranger (autour de 10 % en moyenne du PIB), du tourisme (une tendance moyenne de 10 % du PIB) et enfin des conditions climatiques, étant donné le poids de l'agriculture dans le PIB (environ 16 %). Observons également que le déficit commercial du Maroc peut atteindre en moyenne jusqu'à 25 % de son PIB. Les éléments de dépendance vis-à-vis de l'extérieur (transferts des RME et tourisme) ne dépendant pas directement de la compétitivité économique – et des conditions climatiques – ont un poids cumulé significatif dans son PIB (près de 36 %).

L'économie marocaine n'est pas suffisamment résiliente pour supporter les chocs du régime de change flexible (Moumni, 2014). Ce genre de régime est, certes, favorable à l'importation des capitaux pouvant faciliter le financement de l'investissement, un des moteurs de la croissance. Cependant, les mouvements volatils d'entrées et de sorties des capitaux à court terme induiraient des risques d'instabilité interne et de fortes fluctuations du taux de change préjudiciables au dirham. L'histoire des crises de change dans de nombreux pays émergents ayant tenté cette expérience (crise mexicaine du peso en 1994, crise asiatique de 1997 et même celle très aiguë du SME en 1992-1993) devrait inciter les autorités monétaires marocaines à la prudence.

Ainsi, les autorités monétaires marocaines, appuyées par le FMI, envisagent une transition graduelle (en 3 étapes) vers la flexibilisation du régime des changes du dirham dans un horizon plutôt large, entre sept et quinze ans. Cependant, un certain nombre de carences d'ordre

institutionnels ne permettent pas de réunir les conditions préalables et nécessaires à cette transition. La littérature met en avant au moins trois conditions préalables pour augmenter les chances de réussir le passage au régime des changes flexible. Avec Hassan Esmak (2016), nous résumons ces conditions : le développement d'un marché des changes liquide et profond, une gestion des réserves de change officielles appropriée et l'adoption d'une stratégie monétaire et d'ancrage nominal garantissant la stabilité des prix et conférant une certaine crédibilité aux autorités monétaires.

Si la politique monétaire et de change de BAM a des effets limités sur l'octroi des crédits à l'économie et à l'investissement industriel en particulier, alors une politique incitative de l'épargne à long terme au niveau national devient indispensable.

3. Existe-t-il une politique incitative de l'épargne à long terme au Maroc ?

La politique de l'épargne est cruciale dans un pays en développement comme le Maroc. Les dépôts des ménages sont-ils alloués efficacement aux investissements de long terme dans l'industrie marocaine ? D'abord, il convient de s'assurer de l'existence d'une épargne longue des ménages et seulement ensuite s'interroger sur sa mobilisation pour soutenir des investissements longs et risqués indispensables au développement industriel du pays.

La littérature économique considère le ménage comme étant « l'investisseur en dernier ressort ». Est-il en mesure de mobiliser son épargne pour contribuer au renforcement des fonds propres des entreprises industrielles marocaines ? Il faudra donc identifier la structure et la destination finale de cette épargne devant contribuer au financement long de l'industrie et participer ainsi au développement économique et au progrès social du pays.

La question du financement de l'investissement, l'un des vecteurs-clés de la croissance, par l'épargne se pose à l'échelle mondiale[60]. Depuis une quinzaine d'années, le monde connaît une situation de déséquilibre entre l'épargne et l'investissement, affectant le rythme de la croissance à l'échelle

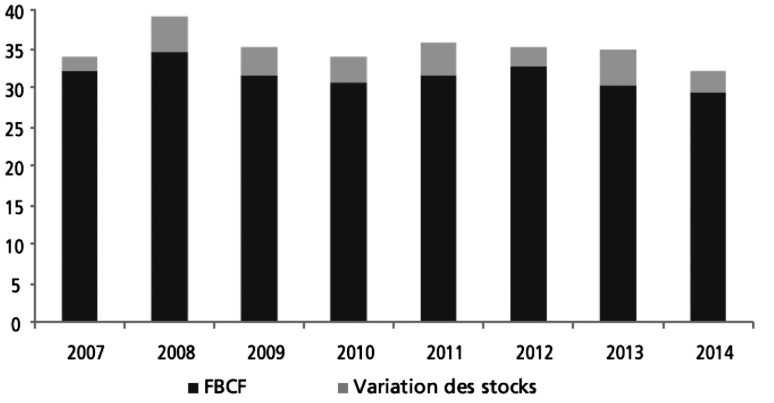
60. Se référer sur cette question au rapport du Conseil d'analyse économique (2010), *Investissements et investisseurs de long terme*.

de la planète. Il semble que l'on soit dans la situation d'un excédent mondial de l'épargne et d'une insuffisance mondiale de l'investissement. L'économie mondiale se trouverait en présence de capacités de production excédentaires et d'une insuffisance de la demande globale qui se traduit par l'existence d'une épargne « forcée » (CAE, 2010). *Quid* de la situation au Maroc ? Le schéma 23 (*cf.* chapitre 2) montre que, depuis la fin 2006, il y a au Maroc un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement. Le taux d'épargne national a baissé entre 2008 et 2014 de 32 % du PIB à 24,7 %. On assiste donc à un effet de ciseaux : la courbe du taux d'épargne passe en dessous de celle du taux d'investissement.

Au plan macro-économique, en 2014, malgré l'augmentation des dépenses d'équipement du Trésor de 9 %, l'investissement a baissé de 4 %, à cause essentiellement de la diminution de l'investissement privé en raison des anticipations d'une conjoncture économique défavorable (schéma 98).

Schéma 98

Évolution du taux d'investissement *(en % du PIB)*



Source : Bank Al Maghrib (2014), Rapport.

En 2014, le taux d'épargne nationale ressort à 24,7 % du revenu national brut disponible (RNBD). Il reste inférieur au taux d'investissement qui est de 32,2 % du PIB (contre 34,7 % en 2013) (schémas 99 et 100). Ce déséquilibre entre l'épargne et l'investissement engendre un besoin de financement de l'économie de 5,8 % du PIB (contre 7,7 % en 2013).

Schéma 99
Évolution de l'épargne nationale

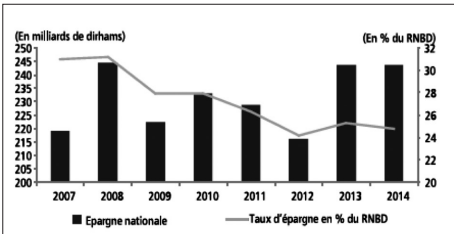
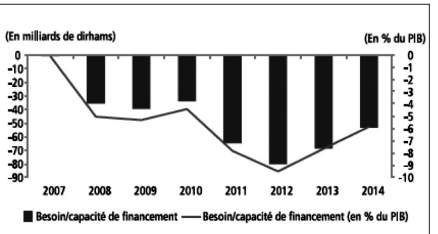


Schéma 100
Besoin/capacité de financement



Source : Bank Al Maghrib (2014), Rapport.

La question de l'existence au Maroc d'une politique fiscale suffisamment incitative mise au service de l'intérêt collectif est importante. Le constat fait aujourd'hui n'est pas très heureux. On estime à environ deux tiers l'épargne intérieure qui serait liquide et placée à court terme dans les banques ; elle n'est donc pas adaptée au financement à moyen et long terme de l'investissement industriel. Dans ces conditions, la dynamisation de l'épargne nationale à moyen et long terme passe, notamment, par le renforcement des actions suivantes :

– plan d'épargne logement (PEL) ;
– plan d'épargne actions (PEA) ;
– plan d'épargne entreprises (PEE) ;
– extension à tous les travailleurs des régimes de retraite par répartition en s'interrogeant sur l'introduction d'une dose de capitalisation.

De même, il conviendra d'harmoniser la politique incitative et fiscale pour :

– capter l'épargne des ménages à revenus moyens (du moins ceux qui en ont la capacité) ;
– développer l'épargne en assurance-vie ;
– créer des fonds d'investissement moyennes entreprises (FIME) à destination des entreprises de taille moyenne cotées en bourse.

Il faudrait également susciter la détention à moyen et long terme de l'épargne investie sur les marchés de capitaux par :

– la promotion de l'éducation financière des épargnants, en vue d'une épargne financière plus longue et plus risquée (sans oublier théoriquement l'existence du puzzle de la prime de risque sur les actifs financiers risqués) ;

– la dynamisation du segment actions : création de sociétés à capital fixe immobilier (SICAFI) ;
– l'incitation à l'émission d'obligations privées par les entreprises de taille moyenne en profitant du potentiel de titrisation au Maroc.

C'est par la levée de ces rigidités et distorsions, entre autres, que les pouvoirs publics et les institutions financières parviendront à mobiliser, à transformer et à transférer l'épargne nationale vers le financement des investissements des entreprises, renforçant ainsi le Plan d'accélération industrielle promu par le Maroc à l'horizon de 2020.

Après sa mobilisation, le transfert efficace de l'épargne nationale vers les entreprises doit transiter notamment par l'intermédiaire d'un secteur bancaire concurrentiel offrant un coût de financement soutenable pour les entreprises marocaines.

4. La concentration du système bancaire marocain est-elle une source d'inefficience dans le financement de l'industrie ?

Par la fonction de transformation des dépôts à court terme en crédit à long terme, par le pouvoir de création monétaire qu'elles seules détiennent, les banques assurent le financement des investissements industriels des entreprises. Elles jouent un rôle capital dans le financement de l'économie. La concentration du système bancaire peut être source de rigidité et d'inefficience, entravant les financements à la disposition des entreprises et de l'économie en général. Qu'en est-il pour le Maroc ?

Depuis l'indépendance du pays, le système bancaire marocain a vécu divers épisodes de concentration et d'ouverture de capital. Le nombre des banques était de 62 durant le Protectorat. Entre 2000 et 2012, le nombre des banques est passé de 21 à 19 (tableau 34). Cinq grands groupes bancaires dominent le marché du crédit au Maroc (schéma 101). L'offre de crédit est concentrée. La part de marché des cinq premières banques est passée de 60,4 % en 2002 à 81% en 2012, tandis que la demande est toujours le fait des grandes entreprises (82 % de la demande en 2010) et d'une très large majorité de TPME (18 % de la demande en 2010). Le système bancaire marocain est-il oligopolistique ?

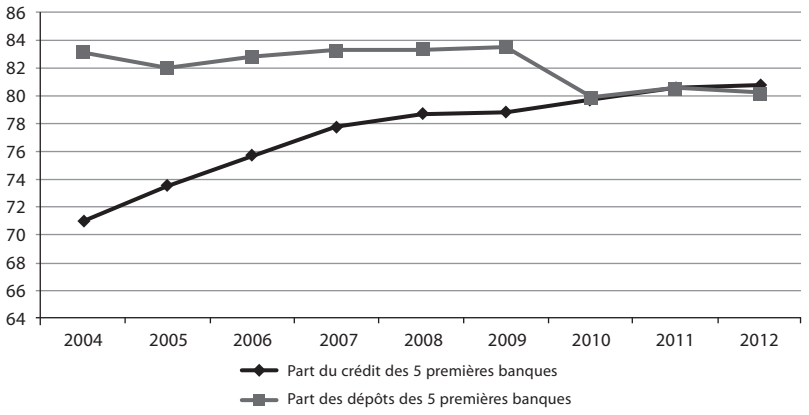
Tableau 34
Évolution du nombre de banques au Maroc

Années	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nb de banques	21	19	18	18	17	16	16	16	18	19	19	19	19

Source : B. Nahhal (2016), « Transmission de la politique monétaire à l'économie marocaine », thèse en cotutelle entre l'Université Mohammed V de Rabat et l'Université Jules Vernes d'Amiens.

En 2012, la collecte des dépôts a constitué environ les deux tiers des ressources bancaires globales, dont 58 % étaient non rémunérées (tableau 35). Ces dépôts non rémunérés sont essentiellement à court terme. Cela procure aux banques marocaines une grande capacité dans la transformation des ressources à court terme en financements longs à la disposition des entreprises industrielles notamment. Force est de constater toutefois que le système bancaire marocain exigeant sur les garanties demandées aux entreprises n'utilise pas cette capacité de transformation en offre de crédits. Il fait preuve d'une certaine frilosité. Cette manne de ressources quasi gratuite laisse aux banques suffisamment de latitude pour influencer le coût du crédit des autres institutions financières et les taux d'intérêts appliqués aux entreprises marocaines.

Schéma 101
Évolution de la part des cinq premières banques dans les dépôts et les crédits au Maroc



Source : B. Nahhal (2016), « Transmission de la politique monétaire à l'économie marocaine », thèse en cotutelle entre l'Université Mohammed V de Rabat et l'Université Jules Vernes d'Amiens.

Tableau 35

Caractéristiques des dépôts collectés par les banques au Maroc

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Montants des dépôts	223,2	254,5	269,8	295,5	317	363	436	515	572	626	647	677	696
Part des dépôts dans les ressources (%)	69	72,5	73,4	74,3	74,7	76,8	80	79	74	73	73	70	67
Part non rémunérée dans les dépôts (%)	50,7	52,4	54,9	56,4	58,7	59,5	56	58	55	55	55	57	58

Source : B. Nahhal (2016), « Transmission de la politique monétaire à l'économie marocaine », thèse en cotutelle entre l'Université Mohammed V de Rabat et l'Université Jules Vernes d'Amiens.

Pour appréhender la question de la concentration du secteur bancaire au Maroc, nous nous appuyons sur le rapport de synthèse[61] réalisé par le Conseil de la concurrence (2013). Le premier constat est que les banques marocaines ont étendu leur réseau pour plus de proximité des clients et pour améliorer la collecte des dépôts. Le nombre des guichets (comprenant les guichets de Barid Al Maghrib) est passé de 1 703 en 2000 à 5 447 en 2012. Cependant, le secteur bancaire marocain n'est pas homogène du point de vue réseau, les groupes bancaires dominants comptent les réseaux les plus denses au Maroc (tableau 36).

Tableau 36

PNB et réseau des principales banques au Maroc en 2011

Banques	PNB	Nb d'agences
AWB	8 973	944
BP	8 674	1 045
BMCE	4 064	620
SG	3 509	362
BMCI	2 713	317
CAM	2 462	400
CDM	1 919	333
CIH	1 311	201

Source : Conseil de la concurrence (2013), *Étude sur la concurrentiabilité du secteur bancaire au Maroc*, Rapport de synthèse.

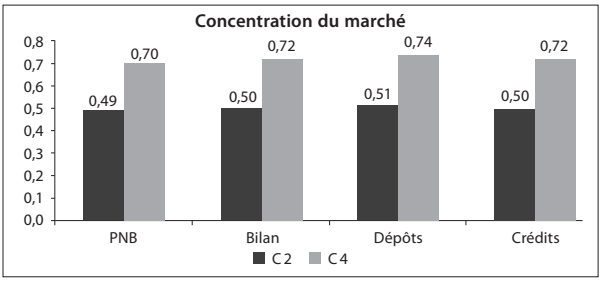
61. Conseil de la concurrence (2013), *Étude sur la concurrentiabilité du secteur bancaire au Maroc*, Rapport de synthèse.

L'étude du Conseil de la concurrence, citée plus haut, a mesuré la concentration du secteur bancaire marocain entre 2005 et 2011 à l'aide des indices[62] suivants : les parts de marché des « n » premiers opérateurs et l'indice d'Herfindahl Hirschmann (IHH). Les auteurs de cette étude ont utilisé comme base le produit net bancaire (PNB), le total bilan, les dépôts collectés et les crédits octroyés. Les résultats de cette étude sur la période 2005-2011 sont résumés dans le tableau 37.

Tableau 37

Synthèse sur le degré de concentration du secteur bancaire au Maroc en 2011

- Le secteur bancaire marocain correspond à un oligopole avec france compétitive, avec Attijariwafa bank et la Banque populaire du Maroc qui se relaient la place de leader.
- La BMCE, et, dans une moindre mesure, la SGMA, représentent les principaux challengers, alors que les autres banques représentent moins de 30 % des parts de marché.



- La part des deux premières banques est plus élevée en matière de dépôts (0,51) qu'en matière de bilan (0,5) et de PNB (0,48).
- Les quatres premières banques couvrent 74 % des dépôts, 72 % du total bilan, 72 % des crédits et 70 % du PNB.

Indices de concentration IHH							
Indice IHH	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
PNB	0,167	0,160	0,161	0,167	0,166	0,167	0,158
Total bilan	0,170	0,172	0,168	0,172	0,175	0,172	0,165
Dépôts	0,183	0,185	0,182	0,185	0,184	0,182	0,172
Crédits	0,145	0,150	0,152	0,156	0,160	0,163	0,168

- La concentration du marché bancaire a connu une légère baisse par rapport aux années précédantes (sauf pour les crédits), et reste plus élevée pour les dépôts et les crédits (0,17), comparativement au PNB et au bilan (0,15).

Source : Conseil de la concurrence (2013), *Étude sur la concurrentiabilité du secteur bancaire au Maroc*, Rapport de synthèse.

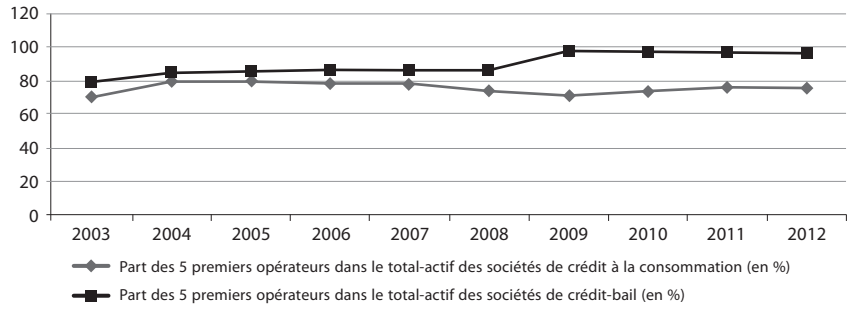
62. L'indice « parts de marché des « n » premiers opérateurs » mesure le poids économique des deux (si n = 2), des cinq (si n = 5) premières banques du marché. Pour le seconde indice, si IHH = 1 c'est un monopole, si IHH tend vers 0 le nombre de banques est très élevé : le marché est atomisé.

D'après cette étude sur la base du PNB, le marché marocain est concentré : deux banques, Attijariwafa bank (AWB) et Crédit populaire du Maroc (BP) réalisent environ 50 % du PNB sectoriel. Elles détiennent respectivement 25 % et 24,2 % de parts de marché. En ajoutant la BMCE et la SG, à quatre elles détiennent 70 % du PNB de ce secteur. L'analyse à partir du total du bilan confirme ce niveau de concentration : AWB et BP font près de 50 % du total bilan sectoriel. Les quatre banques (AWB, BP, BMCE et la SG) arrivent à 72 % de celui-ci.

Le calcul du niveau de concentration sur la base des dépôts collectés conforte la place de premières banques pour BP et AWB avec 51,3 % du total sectoriel et 73,7 % pour les quatre (AWB, BP, BMCE et la SG). Pour ce qui est des crédits octroyés, l'étude distingue les banques des sociétés de financement spécialisées. En termes de parts de marché, les banques réalisent 87 % du total sectoriel, contre 13 % pour les sociétés de crédit. Soulignons aussi que les cinq premiers établissements du crédit à la consommation et du crédit-bail ont une position dominante sur ce marché ; ils totalisent plus des deux tiers des transactions. Le marché des sociétés de financement est aussi fortement concentré au Maroc (schéma 102).

Schéma 102

Concentration de l'activité des sociétés de financement au Maroc



Source : B. Nahhal (2016), « Transmission de la politique monétaire à l'économie marocaine », thèse en cotutelle entre l'Université Mohammed V de Rabat et l'Université Jules-Vernes d'Amiens.

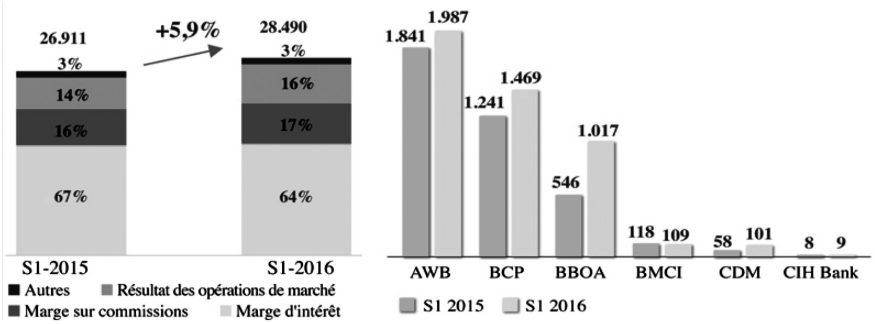
S'agissant des activités de marché, les résultats des banques cotées en bourse ont enregistré, au premier semestre 2016, une hausse de 23 %, soit 16 % de leur produit net bancaire (schéma 103). La baisse de leurs marges d'intermédiation due, notamment, à une politique accommodante de BAM (entraînant une baisse des revenus d'intérêts) a été relativement compensée par les activités de marché. Mais rappelons que d'une année

à l'autre, les rentabilités tirées des activités de marché sont (par nature) fluctuantes car elles sont liées aux variations des prix des matières premières, des produits financiers et des devises.

Schéma 103

Augmentation en 2016 des résultats des activités de marché des banques cotées en bourse

Analyse du PNB et du résultat des activités de marché par établissement *(en millions de dirhams)*



Source : Upline résultats banques, 2016.

Ces rentabilités pourraient augmenter dans les prochaines années, étant donné les besoins de couverture que peut susciter le passage du dirham au régime de change flexible. Les instruments de couverture de change sont généralement utilisés par les grandes entreprises travaillant à l'international. Les banques devraient aussi adapter leur offre aux PME. AWB, BCP et BMCE bank sont les trois établissements les plus actifs dans ce segment de métier, reflétant là aussi une forme de concentration du secteur bancaire marocain.

Le calcul de ces indices de concentration fait apparaître un secteur bancaire globalement oligopolistique : les deux premières banques (AWB et BP) totalisent près de 50 % du secteur et environ 70 % lorsqu'elles sont quatre (AWB, BP, BMCE et la SG).

Dans un article[63] de presse en 2014, le président du Conseil de la concurrence Abdellali Benamour avait qualifié le secteur bancaire marocain comme : « un oligopole avec frange compétitive ». Si cette concentration se traduit par des taux d'intérêt plus onéreux et des exigences

63. http://www.menara.ma/fr/2014/08/11/1305606-le-secteur-bancaire-marocain-correspond-%C3AO-un oligopole-avec-frange-comp%C3A9titive-rapport.html.

de garanties élevées auprès des entreprises, cela est de nature à pénaliser le financement de l'investissement industriel au Maroc. Il conviendra donc de corriger cette inefficience pour assoir le plan d'accélération industrielle du Maroc sur un système de financement plus efficace. En définitive, le fonctionnement du système bancaire et financier conditionne la structure par mode de financement des entreprises marocaines.

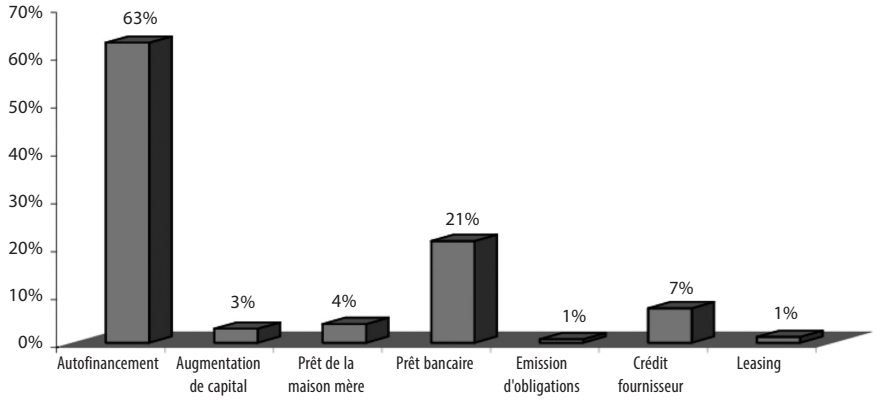
Structure par mode de financement des entreprises marocaines

L'objet principal de ce livre est de s'interroger sur la capacité et l'efficacité des banques et de la bourse à mobiliser, à transformer et à transférer l'épargne des ménages et des autres agents à capacités excédentaires vers les entreprises marocaines pour financer leurs investissements industriels à long terme. La structure par mode de financement permet de synthétiser l'importance relative des différentes sources mises à la disposition de ces entreprises.

Observons que cinq ans après l'enquête menée par Saâd Belghazi en 1998 (tableau 8 et schéma 36, chapitre 3), l'étude de H. Alaoui Mrani et I. Boumahdi (2003) apporte un éclairage (bien qu'elle date de 2003) sur l'évolution de la structure par type de financement des entreprises marocaines faisant apparaître une contribution très marginale de la bourse notamment (3 % sous forme d'actions et 1 % sous forme d'obligations), (schéma 104).

Schéma 104

Mode de financement des entreprises marocaines en 2003



Source : H. Alaoui Mrani et I. Boumahdi (2003), « Analyse du mode de financement, de la productivité et du coût de la main-d'œuvre des entreprises industrielles au Maroc », ministère des Finances et de la Privatisation, Document de travail, n° 94.

Le dernier chapitre a permis de souligner la faiblesse de la transmission de la politique monétaire et du crédit à l'économie réelle engendrant une insuffisance dans le financement des entreprises marocaines. La concurrence oligopolistique du système bancaire marocain ne facilite pas non plus l'octroi du crédit aux acteurs économiques. De même qu'il s'avère capital de promouvoir une politique incitative de l'épargne à long terme au Maroc en vue de dynamiser le financement de l'économie. S'agissant de la politique de change, BAM envisage de passer à une flexibilisation progressive du dirham pour faire face aux chocs externes et attirer les capitaux étrangers, ce qui permettra d'élargir les sources de financement de l'économie marocaine.

Conclusion générale

En définitive, dans les cinq chapitres de ce livre, nous avons mis en évidence les rigidités, distorsions et inefficiences dans l'allocation des ressources qui rendent plus difficile l'accès pour les entreprises au financement de l'industrie. Ces facteurs de rigidité et de distorsion touchent également l'insuffisance de l'investissement dans le capital humain et le développement des institutions crédibles. La corruption, la lourdeur de la réglementation administrative, l'accès aux infrastructures (de toutes sortes, aussi bien routières que digitales comme l'accès à l'informatique et internet), la disponibilité des ressources humaines compétentes en adéquation avec les besoins de l'entreprise constituent également autant de freins au développement économique et social du Maroc (tableau 38).

Tableau 38

Facteurs de rigidité, de blocage et d'inefficience des sources de financement des entreprises marocaines

Principales caractéristiques des entreprises marocaines	– Les contraintes de financement sont au premier rang des contraintes rencontrées (pour 58,8 % des enquêtés du programme Moukawalati de création de micro et petite entreprises) – L'inefficience dans l'allocation des ressources – La majorité des TPME ont une structure et un management de type familial où l'entrepreneur est le dirigeant – La confusion entre le patrimoine de la famille et celui de l'entreprise – La forte intensité de la main-d'œuvre des entreprises industrielles – La faiblesse des fonds propres et l'insuffisance de trésorerie – L'absence de financement par les marchés financiers – L'importance des concours bancaires et des crédits commerciaux – La faible capacité à faire face aux retournements de conjoncture économique – La confrontation au mauvais climat général des affaires
Facteurs / Principales sources de financement	– Principaux facteurs de distorsion, de rigidité et d'inefficience dans le financement
Fonds propres	– Entreprises individuelles, absence d'actionnaires et insuffisance de fonds de roulement impliquant des difficultés récurrentes de trésorerie

Crédit bancaire	– Garanties exigées importantes et coût du financement élevé – Faible capacité à fournir l'information aux banques pour l'évaluation correcte de leurs projets entraînant asymétries d'information et rationnement du crédit bancaire – Structure oligopolistique du système bancaire : deux banques (AWB) et (BP) réalisent près de 50 % du PNB sectoriel – Faiblesse et lenteur de transmission de la politique monétaire par le canal du crédit
Financement par le marché des actions	– Craintes de perte du contrôle et hostilité à l'exigence de transparence dans la publication des comptes – Faible transparence aussi de l'Autorité des marchés et relative indulgence à l'égard des entreprises ne respectant pas l'obligation de communication financière – Détérioration de la confiance des investisseurs – Les entreprises familiales affichent une modernité de façade, mais la tradition et la culture, voire « l'archaïsme », l'emportent – Pour des raisons socioculturelles les entreprises familiales tiennent « viscéralement » à garder le secret sur leurs comptes – Dans les années 90, 18 sociétés sur 63 ont choisi la radiation pour ne pas publier leurs comptes – Petite taille des entreprises – Absence d'incitation à l'introduction en bourse d'entreprises à capitaux majoritairement publics comme l'OCP – Absence de la cote de certains secteurs comme l'aérien, l'agriculture ou le textile – Seuil minimum élevé et règles complexes d'introduction en bourse – Processus d'introduction en bourse trop long : entre 6 et 8 mois – Insuffisance de liquidité du marché des actions : problématique urgente – Faible prévisibilité de la performance financière des entreprises à moyen et long terme – Tendance des investisseurs marocains à préférer les placements à court terme et la spéculation immobilière – Domination du marché central par les institutionnels – En 2016, les investisseurs particuliers ne contribuent qu'à environ 2 % des échanges, contre 25 % en 2008
Financement par obligations	– Conditions d'admission: statut de société anonyme (SA) et seuil minimal d'émission élevé – L'opacité sur l'information : peu d'accès des analystes et de la presse aux statistiques nécessaires aux investisseurs – Absence de teneur de marché (market maker) – Absence de notation des émetteurs et des dettes pour une meilleure gestion des risques des investisseurs
L'affacturage	– Critères très exigeants d'exigibilité en matière de taille et de chiffre d'affaires des entreprises adhérentes
Microcrédit	– Conditions d'éligibilité et de remboursement ainsi que coût encore très élevé des taux d'intérêt – Ne concerne pas nécessairement les plus pauvres parmi les pauvres – Insuffisance de contrôle se traduisant par l'insolvabilité des clients – Soutenabilité du double objectif de viabilité financière et de développement social – Structure d'ONG (à l'origine) se heurtant à leur transformation institutionnelle et interrogeant la compatibilité entre la visée sociale des IMF et la viabilité financière garantissant leur pérennité

Source : l'auteur.

Il ressort de notre travail que ni les banques, qui ont le pouvoir de création monétaire (que n'a pas le marché), ni le marché financier ne réussissent suffisamment à transformer les dépôts en crédits et à mobiliser l'épargne pour le financement de l'investissement industriel au Maroc. En effet, l'environnement financier marocain, caractérisé par le phénomène de l'asymétrie de l'information, semble produire des situations de rationnement du crédit. Une politique incitative de l'épargne privée longue doit être mise en place par les pouvoirs publics et le système financier. Cette épargne doit être orientée vers le financement des investissements longs et risqués des entreprises dans les projets industriels innovants.

L'épargne longue des ménages a vocation à servir en priorité au renforcement des fonds propres des entreprises industrielles. Le constat est qu'au plan macro-économique, depuis la fin 2006, l'épargne nationale ne permet plus de couvrir l'investissement global du Maroc. De surcroît, l'essentiel de cette épargne est placée à court terme. Cette insuffisance dans le financement de l'investissement entraîne au niveau macro-économique un certain retard dans l'industrialisation du pays. Les pouvoirs publics ayant pris conscience du retard accumulé en matière d'industrialisation du Maroc ont annoncé, en 2014, le lancement du Programme d'accélération industrielle (PAI) à l'horizon 2020. La réalisation de ce très important programme devra s'appuyer sur les dimensions relatives à la politique industrielle, à la politique monétaire et des institutions financières bancaires, aux marchés de capitaux (la bourse), à la recherche et développement et au cadre institutionnel et de gouvernance des PME-PMI au Maroc.

Politique industrielle

Dans la continuité du Pacte Émergence, la stratégie du PAI a pour objectif d'accélérer le processus d'industrialisation de l'ensemble des secteurs. Il s'agit de renforcer les nouveaux métiers mondiaux du Maroc tout en arrimant les autres secteurs des filières plus traditionnelles. Ce plan global mobilise le Fonds d'investissement industriel public (FDI) de 20 milliards MAD s'étalant jusqu'en 2020[64]. Pour conforter cette stratégie, de nombreuses actions de soutien à la PME/TPE ont été annoncées par

64. Il a l'ambition de créer 500 000 emplois et de porter la part de la valeur ajoutée de l'industrie de 14 % à 23 % du PIB, à l'instar de la moyenne des pays émergents.

l'Agence Maroc-PME, la plaçant au cœur de ce plan ambitieux et de ce dispositif volontariste.

Ainsi, comme le souligne à juste titre Dani Rodrik (2012) : « Sans l'impulsion de l'industrialisation, le décollage économique devient problématique. Mais sans un investissement soutenu dans le capital humain et la construction institutionnelle, la croissance est un feu de paille. »

En matière de modernisation, de transformation et d'innovation, soulignons que différents rapports et études sur l'économie marocaine ont fait état de l'existence de sept secteurs stratégiques d'activité. Grâce au développement de l'automobile, de l'aéronautique, de l'électronique et de l'offshoring, le Maroc est en train de diversifier les sources de sa croissance économique. En effet, entre 2008 et 2013, les métiers à forte valeur ajoutée de l'automobile et de l'aéronautique ont connu une hausse annuelle moyenne respectivement de 18 % et 17,5 % des exportations et de 16 % et 14 % de l'emploi hautement qualifié. Sur la période 2008-2015, les industries automobile, aéronautique et électrique ont connu une hausse soutenue de leurs exportations de 15,6 % en moyenne annuelle. Durant la même période, les emplois qualifiés et hautement qualifiés des industries automobile et aéronautique se sont accrus en moyenne annuelle de respectivement 13 % et 11 %. Cependant, il conviendra également de redynamiser les secteurs du textile et cuir, de l'agroalimentaire et de la transformation des produits de la mer.

Politique monétaire et institutions financières bancaires

L'indépendance, en 2006, de la banque centrale marocaine ne s'est pas traduite par une meilleure efficacité dans la transmission des impulsions monétaires à l'économie réelle *via* le secteur bancaire. Le canal du crédit de la politique monétaire n'est pas encore suffisamment opérant au Maroc. Malgré sa modernisation et sa transformation durant les trois dernières décennies, le système bancaire et financier marocain n'a pas encore atteint la maturité institutionnelle, la profondeur et la liquidité lui permettant d'assurer une allocation efficiente des ressources.

L'amélioration de l'accès des entreprises industrielles marocaines aux financements bancaires passe notamment par l'instauration d'une relation de confiance à long terme entre les dirigeants des entreprises, jouant pleinement le jeu sur l'information, et les chargés d'affaires des banques,

permettant une meilleure évaluation des projets pour une tarification plus juste du risque pour la banque. L'objectif est d'arriver à une réduction de l'asymétrie d'information prévenant la pratique du rationnement du crédit bancaire. Dans cette nouvelle configuration, la relation banque-entreprise (PME en particulier) devrait évoluer vers le statut de partenariat exigeant, dépassant ainsi la relation traditionnelle de client-fournisseur.

Par ailleurs, les garanties personnelles exigées par les banques pour l'obtention de crédits s'avèrent être un frein au développement des entreprises. Ne faudra-t-il pas élargir la procédure de cautionnement de la CCG à plus d'entreprises ? Ne faudra-il pas envisager, en parallèle au système bancaire classique, l'existence d'un réseau de sociétés de microfinance mieux adapté aux besoins des micro-entrepreneurs et des acteurs de l'informel ?

Par exemple, pour accélérer son industrialisation au milieu des années 90, la Chine a dû renforcer sa régulation financière, tout en s'appuyant sur une très forte dévaluation de sa monnaie (Aglietta et Bai, 2012). En 1995, la Chine s'est dotée d'une importante loi sur les banques, lui permettant de donner le statut de banque commerciale à ses quatre banques publiques (Industrial and Commercial Bank of China, China Construction Bank, Bank of China et Bank of Communication). Ce statut leur confère la responsabilité dans la gestion et les risques pris dans les financements. Dans cette nouvelle régulation, les autorités chinoises ont substitué au financement public d'importants projets d'infrastructures celui de trois banques nouvellement créées. Elles ont également créé, en 2003, leur régulateur bancaire (China Banking Regulatory Commission, CBRC) pour gérer les pertes des banques publiques. Il a fallu dix ans au système bancaire chinois pour résorber les prêts non performants, accumulés par les anciennes banques publiques, par le transfert des créances douteuses à des Bad Banks (Asset Management Corporation) et ensuite par une recapitalisation du gouvernement.

A l'instar de la Chine, la stratégie de la dévaluation intéresse également les autorités monétaires marocaines qui envisagent de passer à une flexibilisation graduelle du régime de change du dirham espérant faciliter son ajustement. Mais cela nécessite une gestion optimale des réserves de change, notamment. De même, le développement d'une intermédiation bancaire performante est de nature à assurer le financement par le crédit nécessaire aux entreprises industrielles.

Bourse et marchés de capitaux

S'agissant des marchés de capitaux, observons, entre autres, que les conditions non adaptées d'introduction en bourse des PME-PMI aux marchés des actions et obligations ne sont pas de nature à faciliter la levée des fonds nécessaires au financement de l'investissement. Contrairement au crédit bancaire, l'accès aux marchés des actions n'exige pas de caution ou de garantie financière, et pourtant les PME-PMI semblent appréhender cette solution de financement. Seules les grandes firmes, peu nombreuses par rapport aux PME-PMI (formant l'essentiel du tissu économique marocain) peuvent se faire financer par les marchés de capitaux.

Aussi, pour pallier ces inefficiences, il faut souligner les initiatives (tous azimuts) prises par la bourse de Casablanca œuvrant ces dernières années à mettre la PME-PMI au centre de ses priorités en encourageant et en facilitant son accès au marché financier. La signature d'un partenariat, en juin 2015, avec l'Agence Maroc-PME et avec l'Association professionnelle des sociétés de bourse (APSB) va dans ce sens. De même, dans la continuité de sa politique en faveur des entreprises à fort potentiel de croissance, la bourse de Casablanca accorde, à certaines conditions depuis 2012, une subvention de 500 000 dirhams aux PME pour leur introduction en bourse.

Dans le même ordre d'idées, CFC collabore depuis 2014 avec le London Stock Exchange (LSE) en vue du lancement d'un marché dédié aux PME, en labélisant celles qui souhaitent accéder au marché financier pour accompagner leur développement industriel.

Recherche et développement

En plus des changements attendus et nécessaires dans les méthodes de management des entreprises marocaines et de l'adaptation des systèmes de financement bancaire et boursier, l'État est, désormais, le troisième pilier de ce triptyque. A l'instar des pays développés et des grands émergents comme la Chine et l'Inde, la puissance publique marocaine a un rôle de premier plan à jouer dans la mise en place institutionnelle et dans le financement dual de l'innovation industrielle, particulièrement dans les nouvelles filières vertes et le développement durable.

Comme en Chine, le Maroc vise à jouer la carte de la R&D aussi bien dans la mise en place de la stratégie « Maroc innovation » que dans différents plans sectoriels. Le budget R&D est passé de 3 milliards de dirhams en 2006 à 5 milliards en 2010, soit 0,73 % du PIB (contre

2,26 % en France et 3,4 % au Japon). Le gouvernement ambitionne de le porter à 1 % en 2016 et à 2 % en 2020. Cet engagement de la puissance publique doit se poursuivre ; il constitue un levier permettant de stimuler le processus long et difficile de l'industrialisation du Maroc.

Cadre institutionnel et de gouvernance des PME-PMI

La poursuite de l'amélioration et de la modernisation du cadre institutionnel marocain, permettant d'instaurer un meilleur climat des affaires, est un préalable indispensable au développement économique et social du Maroc. L'existence des services publics de base comme les infrastructures, la santé, la justice et l'éducation sont des conditions incontournables pour l'industrialisation du pays. En matière d'éducation (et de formation) par exemple, il existe des seuils (effets de seuil) en dessous desquels il ne peut y avoir de développement financier efficace.

Ce livre a permis d'identifier les difficultés de l'accès au financement pour les entreprises industrielles au Maroc (tableau 38). Cependant, les rigidités, distorsions et inefficiences relevées concernent également, en amont, les autres volets de l'entreprise, à commencer par la définition même de la PME[65] dont il faudra mieux préciser les contours. La présence, très nombreuse, des micro-entreprises et des acteurs économiques travaillant dans l'informel[66] complique la délimitation de la PME-TPE. Ces rigidités et distorsions constituent autant de freins à l'industrialisation du Maroc

Certaines rigidités et distorsions sont au cœur même de la gouvernance des entreprises. La persistance des méthodes de management de type familial dans les PME/TPE pénalise leurs performances économiques et leur compétitivité. Cela réduit par conséquent leurs investissements à long terme dans le nouveau contexte, très concurrentiel, marqué par la mondialisation. Par exemple, la crainte de perdre le contrôle, l'exigence de transparence que requiert la cotation en bourse nécessitant la publication des comptes et l'inconvénient de leur petite taille (laissant penser que la bourse serait réservée aux grandes entreprises) peuvent

65. Au Maroc, la définition de la PME privilégie le critère du chiffre d'affaires sur le nombre de salariés de l'entreprise.

66. Bien qu'il soit très difficile de quantifier ce phénomène, l'ordre de grandeur des entités opérant dans l'informel est estimé à environ 80 % du total des entreprises formant le tissu économique marocain.

expliquer la réticence des PME-PMI à l'égard du financement par les marchés de capitaux.

Après la prise de conscience de la nécessité pour l'entreprise industrielle marocaine de faire sa mue en matière de gouvernance notamment, l'Agence Maroc-PME, la bourse et l'État – en combinant leurs initiatives et surtout en veillant véritablement à leur opérationnalisation concrète – sont à même d'impulser et de faciliter les financements des PME-PMI. Seule donc une action collective œuvrant dans le sens de l'intérêt général du pays serait de nature à relever ainsi le défi majeur du financement de l'économie permettant d'enclencher le rattrapage du retard industriel et du développement économique et social du Maroc.

Acronymes

ANPME	Agence nationale pour la promotion de la petite et moyenne entreprise
AWB	Attijariwafa bank
BAM	Bank Al Maghrib
BCE	Banque centrale européenne
BMCE	Banque marocaine pour le commerce extérieur
BP	Banque populaire
CCG	Caisse centrale de garantie
CFC	Casablanca Finance City
ETI	Entreprise de taille intermédiaire
FMI	Fonds monétaire international
FED	Federal Reserve System
HCP	Haut-Commissariat au Plan
MENA	Middle East and North Africa
MPE	Micro et petite entreprise
OCP	Office chérifien des phosphates
ONEE	Office national de l'électricité et de l'eau potable
ONG	Organisation non gouvernementale
PAI	Plan d'accélération industrielle
PAS	Plan d'ajustement structurel
PED	Pays en développement
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petite et moyenne entreprise
PMI	Petite et moyenne industrie
PNEI	Plan national pour l'emergence industrielle
RAMED	Régime d'assistance médicale
SG	Société générale
SIE	Société d'investissement énergétique
SNDD	Stratégie nationale de développement durable
TPE	Très petite entreprise

Bibliographie

Abdellaoui M., Haoudi A. (2010), *Outils de financement et contraintes de développement des PME au Maroc*, Université de Fès, Maroc.

Agence française de développement (2014), « Le modèle de croissance marocain : opportunités et vulnérabilités », *Macroéconomie et développement*, n° 14, juin.

Agence marocaine de développement des investissements (AMDI), www.bladi.net/agence-marocaine-de-developpement-des-investissements.

Aglietta M. (2010), *La Crise : les voies de sortie*, Michalon.

Aglietta M., Moatti S. (2000), *Le FMI : de l'ordre monétaire aux désordres financiers,* Economica.

Aloui Mrani H., Boumahdi I. (2003), *Analyse du mode de financement, de la productivité et du coût de la main-d'œuvre des entreprises industrielles au Maroc*, Ministère des Finances et de la Privatisation, document de travail n° 94, novembre, Rabat, Maroc.

Amable B., Chatelain J-B. (1995), « Efficacité des systèmes financiers et développement économique », *Economie Internationale*, n° 61, 1er trim.

Association marocaine des investisseurs en capital (2011), *Capital Investissement au Maroc : Guide des investisseurs institutionnels*, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement.

Azzouzi B. (1990), « PME marocaine : de la promotion au développement au Maroc », *Alinmaa*, n° 8-9.

Bakir Kh. (2002), *L'Efficience des marchés financiers des pays émergents : l'exemple de la bourse de Casablanca*, thèse, université d'Orléans.

Bank Al Maghrib (2014), Rapport, www.bkam.ma

Bank Al Maghrib (2017), Rapport sur la politique monétaire.

Bank Al Maghrib (2016), Rapport sur la politique monétaire.

Banque européenne d'investissement pour la Méditerranée (2009), « Les besoins des PME méditerranéennes », 5e Conférence FEMIP, Rabat, Maroc.

Belghazi S. (1998), « Atouts et obstacles au développement du secteur privé : enquête réalisée auprès de 360 entreprises », *Cahiers de recherche du CERAB*, Rabat, Maroc.

Bencivenga V., Smith B. (1992), « Deficits, Inflation and Banking System in Developing Countries: the Optimal Degree of Financial Repression », *Oxford Economic Papers*, 44.

Bendriouch A. (2007), « L'accès au crédit des PME au Maroc », Forum pour le développement en Afrique du Nord, le Commerce pour la croissance créatrice d'emploi », février, Marrakech.

Bengrich M. (2006), *Contribution à l'étude du comportement financier des petites et moyennes entreprises marocaines*, thèse pour le doctorat national en sciences de gestion, Marrakech, Maroc.

Bentabet M. (2000), « Création d'entreprise : dimension théorique et données marocaines », Edisca, Editions de l'ISCAE, Casablanca.

Bikoué S.M. (2010), « Industrialisation par substitution des importations en Afrique et compétitivité internationale : une revue critique», https://openaccess.leidenuniv.nl/bitstream/handle/1887/17918/ASC-075287668-3017-01.pdf%3Fs.

Boussetta M. (2013), « Entrepreneuriat des jeunes et développement de l'esprit d'entreprise au Maroc : l'expérience de Moukawalati », Rapport de recherche du FR-CIEA, n° 54/13, www.trustafrica.org/icbe.

Célier P. (2004), « Définition(s) des PME au Maroc et en Europe », communication à l'ENSET de Mahammedia, mai, Maroc.

CGAP (2004), « Institutions financières poursuivant un "double objectif de résultat" : implication pour l'avenir de la microfinance », *Étude spéciale*, juillet.

Charreaux G. (2002), *Gestion financière*, 6e édition, Litec.

Cho Y.J. (1986), « Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Market », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 18, n° 2.

Cinquantenaire de l'indépendance du Royaume du Maroc (2006), « 50 ans de développement humain & perspectives 2025 », Document de synthèse du Rapport général, janvier.

Collin Y., Keller F., rapporteurs spéciaux (2012), « Mission « Aide publique au développement »» , compte spécial : « Prêts à des États étrangers », Projets/Propositions de loi Commission des finances, Présentation des crédits en commission.

Conseil d'analyse économique (2010), *Investissements et investisseurs de long terme*, rapport.

Conseil de la concurrence (2013), *Étude sur la concurrentiabilité du secteur bancaire au Maroc*, Rapport de synthèse.

Cornell B., Shapiro A.C. (1992), « Financing corporate growth », *Journal of applied corporate finance.*

Coulibaly S. (2012), « Banques et les sociétés de financement au Maroc », http://univ-jurisocial.over-blog.com/article-banques-et-les-sociétés-de-financement-au-maroc-113289905.html.

Courlet C (1988), « L'analyse de l'industrialisation du tiers-monde : acquis théorique et modalités d'une remise en cause », *Tiers-Monde*, t. 29, n° 115.

Cudeville E. (2013), « Les théories traditionnelles du développement économique », http://ces.univ-paris1.fr/membre/Cudeville/pdf/pdf%20L3/ Les%20theories%20du%20developpement.pdf

Deubel Ph. (2008), *Les Caractéristiques du sous-développement,* Pearson Education France, Analyse économique et histoire des sociétés contemporaines.

Direction de la Politique économique générale (2000), *Les PME au Maroc : éclairage et propositions*, document de travail n° 50, Rabat, Maroc.

El Aoufi N. (s. dir.) (2009), *Le Maroc solidaire : projet pour une société de confiance*, Rapport sur le système de compensation, Économie critique.

El M'kaddem A., El Bouhadi A. (2006), « Les introductions à la bourse de Casablanca : procédures, coût et causes de leur insuffisance », *Critique économique*, n° 17, hiver.

Esmak H. (2016), « Les perspectives d'un régime de change au Maroc : vers une plus grande flexibilité », *Journal of Economic and Finance*, vol. 7, Issue 2. Ver.III (Mar-Apr).

Essardi O., El Bouhadi A. (2007), « Efficience informationnelle et dépendance non linéaire : applications aux valeurs du MADEX », *Critique économique,* n° 20.

FS n° 2 (2013), IDE au Maroc, *Invest in Morocco*.

FNAM et Centre Mohammed VI de soutien à la microfinance solidaire (2015).

Gallois L. (2012), *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, rapport au Premier ministre, 5 novembre, France.

Gerschenkron A. (1962), *Economic backwardness in historical perspective.*

Guemmi F. (2007), *L'Impact de la structure financière des entreprises marocaines sur leurs performances*, mémoire de licence, Etudes fondamentales en sciences économiques et de gestion, Université Mohammed 1er, Oujda, Maroc.

Haut Commissariat au Plan (2016), *Point de conjoncture*, n° 30.

Haut Commissariat au Plan (2008), *Maroc 2030*.

Hammes Kh. (2006), *Le Système financier marocain*, Prospective « Maroc 2030 », rapport pour le compte du HCP, mai.

Heddad A. (2007), « Analyse du secteur du microcrédit au Maroc fin 2006 : note de synthèse », https://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-fr-etudes-de-cas-analyse-microfinance-au-maroc-2006_0.pdf

Hirschman A.O. (1964), *La Stratégie du développement économique,* Paris, Éditions ouvrières.

Hubbard R.G. (1995), « Is there a "Credit Channel" for monetary policy? », *Federal Reserve of Saint Louis Review*, May/June.

Joumady O. (1999), « Libéralisation financière, rationnement du crédit et investissement des entreprises marocaines », *Région et Développement*, n° 9.

Khemakhem M.A. (2013), « Développement des systèmes financiers et croissance économique : le cas des pays en voie de développement », *Revue européenne du droit social*.

Lakhmiri A., Benchekroun S. (1990), *La Fonction financière dans la PME industrielle au Maroc*, Mémoire du diplôme du cycle supérieur de gestion, ISCAE, Casablanca.

L'Économiste du 13/07/2011.

L'Economiste (2014), « *Marché obligataire : la ruée des entreprise*s », n° 4428, 25 décembre.

Levine R. (1997), « Financial development and economic growth: Views and agenda », *Journal of Economic Literature 35, 688-726.*

Lewis A. (1955), *Theory of Economic Growth,* http://www.universalis.fr/encyclopedie/arthur-lewis.

Loulid A. (2008), *La Gouvernance des entreprises et le développement durable*, thèse de doctorat en sciences de gestion, Amiens, France.

Mahfoudi A. (2015), *Politique industrielle et démographie des entreprises au Maroc : le cas des industries de transformation*, thèse de doctorat sous la direction de N. El Aoufi, Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales, Agdal, Université Mohammed V de Rabat.

Mahraz S. (2008), *Investissement direct étranger au Maroc et politique d'attractivité*, mémoire de licence, FSJES, Meknès.

Malek J. (2014), « Politique industrielle et système d'innovation dans les pays en voie de développement. Une politique compétitive conditionnée par un système national d'innovation performant : le cas des pays méditerranéens », BSI Economics, bis-economics.org http://www.bsi-economics.org/index.php/developpement/item/371-politique-industrielle-systeme-inn.

Marchesnay M. (1991), *Économie d'entreprise*, Eyrolles université, Paris.

Marniesse S., Filipiak E. (2003), *Compétitivité et mise à niveau des entreprises : approches théoriques et déclinaisons opérationnelles*, Agence française de développement, http://www.afd.fr/webdav/shared/publications/recherche/Archives/Notes-et-documents/01-notes-docu.

Mejjati Alami R. (2014), *Le Secteur informel au Maroc*, Presses économiques du Maroc.

Ministère de l'Économie et des Finances du Royaume du Maroc, Direction des études et prévisions financières, Synthèse du Rapport économique et financier 2017, www.finances.gov.ma/depf.

Ministère de l'Économie et des Finances du Royaume du Maroc, Direction des études et des prévisions financières, Synthèse du Rapport économique et financier 2015, www.finances.gov.ma/depf.

Ministère de l'Économie et des Finances du Royaume du Maroc, Direction des études et des prévisions financières (2015), « Tableau de bord des indicateurs macro-économiques », mai, www.finances.gov.ma/depf.

Ministère de l'Économie et des Finances du Royaume du Maroc, Direction des études et des prévisions financières (1995), « Bilan du Programme d'ajustement structurel », octobre, www.finances.gov.ma/depf.

Ministère de l'Industrie, du Commerce, de l'Investissement et de l'Économie numérique, www.service-public.ma/web/guest/home?p_p_id...WAR

Miller M. (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *The American Economic Review*, June.

Montoussé M. (1999), *Théories économiques*, Amphi économie, Édition Bréal.

Moumni N., Nahhal B. (2016), « Rôle du crédit dans la transmission de la politique monétaire au Maroc », *Critique économique,* n° 34, printemps-été.

Moumni N., Dasser S. (2014), « Pertinence d'une règle de type Taylor dans la politique monétaire active de Bank Al-Maghrib », *Critique économiques,* n° 31, automne.

Moumni N., Nahhal B. (2014), « Impact of Liquidity Level on the Monetary Policy Transmission Effectiveness of the Moroccan Central Bank (Bank Al Maghrib) », *International Journal of Economics and Financial Issues,* vol. 4, No. 4.

Moumni N. (2014), « Apports et limites des modèles EGC et DSGE dans la modélisation macro-économique », *Critique économique*, n° 32, automne.

Moumni N. (2010), « La micro-finance est-elle à bout de souffle ? », *Critique économique,* n° 26, printemps-été.

Mountassir L. (2014), « *La PME marocaine : un levier économique en panne* », http://lobservateurdumaroc.info/2013/09/12/la-pme-marocaine-un-levier-economique-encore-en-panne.

Myers C., Majluf N.S. (1984), « Corporate financing and investment decision when firm hare that investor do not have », *Journal of financial economics*, vol. 13.

Nahhal B. (2016), *Transmission de la politique monétaire à l'économie marocaine*, thèse en cotutelle entre l'Université Mohammed V de Rabat et l'Université Jules Vernes d'Amiens.

Nations Unies, Commission économique pour l'Afrique (2015), « Profil de pays : Maroc », mars.

Navajas S. *et al.* (2000), « Microcredit and the Poorest of the Poor: Theory and Evidence from Bolivia », *World Development*, vol. 28, no. 2.

Nghaizi A. (2013), « La finance islamique et le Maroc, une longue histoire… qui finit par commencer », *Les Cahiers de la finance islamique*, n° spécial, Université de Strasbourg.

Nurkse R. (1953), *Problems of capital formation in underdeveloped countries*, Oxford University Press.

Perroux F. (1961), *L'Économie du XX^e siècle*, Presses universitaires de Grenoble.

Rodrik D. (2012), « Adieu les miracles économiques », http://www.project-syndicate/org/commentary/no-more-growth-miracles-by-dani-rodrik/french.

Rostow W.W. (1960), *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*, Cambridge: CambridgeUniversity Press, Chapter 2, https://www.mtholyoke.edu/acad/intrel/ipe/rostow.htm.

Roubini N., Sala-I-Martin (1992), « Financial Repression and Economic Growth », *Journal of Developpemnt Economics*, n° 39.

Shriller R.J. (2003), « From Efficient Markets Theory to Behavioural Finance », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n° 1, hiver, p. 83-104.

Souleimani R. (2010), *La Finance islamique : évolution et perspectives*, mémoire de licence en sciences économique et gestion, Université Hassan II, Casablanca.

Stiglitz J., Weiss A. (1981), « Credit rationing in market with imperfect information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3.

Taouil R. (2008), « Politique monétaire et rationnement du crédit au Maroc », *Information et commentaires,* n° 143, avril-juin, Institut d'études politiques de Lyon.

Verdeil E. (2010), « Les services urbains en réseau dans les pays arabes : diversité des réformes libérales et de leurs effets territoriaux », http://geocarrefour.revues.org/777, vol. 85/2 | 2010 Services urbains en réforme dans le monde arabe.

Sites Web

http://afrique.lepoint.fr/Économie/
http://blog.bforbank.com/epargne-responsable/tag/microcredit/,
http://fr.ifaas.com/communique-de-presse-la-finance-islamique-au-maroc/html/2012
http://www.afriquinfos.com/articles/2013
http://www.banquemondiale.org, 31 mars 2016.
http://www.casablanca-bourse.com
http://www.cap-concours.fr/administratif/culture-disciplinaire/reviser/le-sous-developpement-«Origine et mesure du développement»
http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/index.aspx
http://www.ccg.ma/
http://www.ccg.ma/communiqué de presse, 2013
http://www.cdvm.gov.ma News Letter n° 22, 2e trimestre 2015
http://www.cm6- microfinance.ma/uploads/file/Pr%C3%A9sentation%20Mr_%20Mohammed%20EL%20MAZOURI.pdf
http://www.elhyani.net/tgv-au-maroc-a-quoi-bon/
http://www.europa.eu/rapid/press-release-IP-93-754-fr.htm
http://www.hcp.ma/file/104411
http://www.hcp.ma/file/111438
http://www.introduction-cloudfront.net
http://www.lavieeco.com du 09/12/2005

http://www.lavieeco.com/28/06/2010
http://www.leconomiste.com/article/ n° 895375 du 11/06/2012
http://www.leconomiste.com/-article/ n° 898827 du 25/092/2012
http://www.leconomiste.com/article/ n° 909479 du 01/08/2013
http://www.leconomiste.com/-article/ n° 963888 du 25/12/2014
http://www.leconomiste.com/-article/ n° 971610 du 19/05/2015
http://www.leconomiste.com/article/ n° 976678 du 07/09/2015
http://www.leconomiste.com/-article/ n° 977080 du 14/09/2015
http://www.leconomiste.com/article/908799-caisse-centrale-de-garantienouveau-mode-op-ratoire, Edition n° 4072 du 07/11/2013
http://www.leconomiste.com/article/913159-financement-affacturage-s-duit-les-entreprises, édition n° 4156 du 22/11/2013
http://www.leconomiste.com/article/913304-financements-bancaires-des-tpepmi-pme-dans-la-r-gion-mena édition du 26/11/2013
http://www.leconomiste.com/article/962405-autoroutes-dumarocdes-ppp-pour-renforcer-le-reseau.
http://www.leconomiste.com/article/97074-findu-tunnel-pour-le-microcrditsthash.78SNwW4m.dpuf
http://www.leconomiste.com/article/972074-microcreditl-assistance-de-la-banque-mondialesthash.1SyVgKz3.dpuf
http://www.leconomiste.com/article/factoring-le-maroc-encore-la-traine, édition n° 3056 du 29/06/2009
http://www.leconomiste.com/-du 10/02/2011
http://www.leconomiste.com/ /article/ n° 4601 du 04/09/2015
http://www.leconomiste.com/article/1001040-delais-de-paiement
http://www.leconomiste.com/article/1001271-credit-les-entreprises-insensibles-la-baisse
http://www.leconomiste.com/article/4919-La Bourse entrevoit le bout du tunnel http://www.maroc.ma/fr/actualits/, lundi 11 mai 2015
http://www.medias24.com/ÉCONOMIE/ÉCONOMIE/153398-La-croissance-du-credit-immobilier-a-fortement-baisse-depuis-2008.html#
http://www.menara.ma/fr/2014/08/11/1305606-le-secteur-bancaire-marocain-correspond-%C3AO-unoligopole-avec-frange-comp%C3A9titive-rapport.html
http://www.unctad.org/diae, World Investment Report (2014), Rapport du CNUCED.
http://www.usinenouvelle.com.N354173.
http://www.yabiladi.com/articles/details/11403/population-marocaine-favorable-finance-islamique.html.

Table des matières

Introduction 9

Chapitre 1. Conceptions du développement et performances de l'économie marocaine 15

1. Problématique du développement en liaison avec le financement 15
2. Le sous-développement expliqué par les retards 16
3. Développement et dépendance financière des pays du Sud à l'égard des pays du Nord 18
4. Politiques d'ajustement du FMI et financement du développement au Maroc 21
5. Financement, industrialisation et régime d'accumulation 25
6. Modernisation de l'économie marocaine : performances en demi-teinte 26

Chapitre 2. Développement industriel : besoins de financement à long terme 51

1. Lien entre finance, croissance et développement économique 51
2. Libéralisation financière mais persistance des freins institutionnels au développement industriel du Maroc 56
3. Caractéristiques des entreprises industrielles : prépondérance de la PME-PMI et de la TPE 65
4. Plan national pour l'émergence industrielle 70
5. Besoins de financement à long terme des entreprises marocaines.. 73
6. Dispositifs de soutien du financement public à l'industrie 75

Chapitre 3. Sources de financement bancaire et boursier de l'industrie marocaine 81

1. Rappel du point de vue théorique 81
2. Prépondérance de l'autofinancement mais faiblesse des fonds propres 87
3. Capacités du système bancaire marocain à transformer l'épargne courte en financement long 88
4. Quid de l'accès des TPME marocaines au financement bancaire ? .. 93

5. Portée et limites des crédits d'aide à l'auto-emploi 102
6. Capacités de financement des entreprises marocaines par les compartiments actions et obligations de la Bourse 109
7. Dynamiser le capital investissement dans un contexte de manque de liquidités bancaires 127

Chapitre 4. Sources alternatives du financement de l'industrie marocaine 133
1. Le crédit inter-entreprises comme source alternative du financement industriel 133
2. Les fonds et mécanismes de garantie : un outil de financement complémentaire des TPME 135
3. L'affacturage : une solution pour le financement des trésoreries d'entreprise 139
4. Les banques participatives : un financement industriel en perspective 142
5. Le microcrédit : une alternative de financement pour les auto-entrepreneurs 147
6. Les lignes de crédits étrangers et européens en particulier 154
7. Le partenariat public-privé, une autre source de financement prometteuse 158
8. Investissements directs étrangers et financement de l'industrie 162
9. Le ***Crowdfunding*** peut-il devenir un véritable segment de financement de l'investissement au Maroc ? 167

Chapitre 5. Rôle de la politique monétaire et du crédit dans l'incitation à l'investissement industriel 171
1. Transmission de la politique monétaire par le canal du crédit à l'économie 171
2. L'impact de la politique de change sur le financement de l'industrialisation 183
3. Existe-t-il une politique incitative de l'épargne à long terme au Maroc ? 188
4. La concentration du système bancaire marocain est-elle une source d'inefficience dans le financement de l'industrie ? 191

Conclusion générale 199

Acronymes 207

Bibliographie 209

Malgré les réformes de libéralisation financière mises en place au Maroc depuis la décennie 90, les entreprises marocaines n'ont pas atteint le niveau d'industrialisation de certains pays en développement ou émergents comparables. La problématique du financement continue d'être un enjeu et un défi majeurs pour l'industrialisation du Maroc que tant de plans et de programmes phares successifs ont cherché à développer.

Ce livre se propose d'analyser à la fois la capacité du secteur bancaire, de la bourse et des autres institutions financières à transformer l'épargne courte en financement de l'investissement industriel à long terme dans la perspective du Plan d'accélération industrielle lancé par le Maroc en 2020.

L'environnement financier marocain, caractérisé par le phénomène d'asymétrie de l'information, semble produire des situations de rationnement du crédit bancaire. Ce livre analyse les principaux facteurs de distorsion, de rigidité et d'inefficience qui entravent l'accès des entreprises marocaines aux différentes sources de financement. Il est impératif de corriger ces imperfections et de lever les freins institutionnels pour favoriser le financement de l'industrialisation tant attendue du Maroc, en vue de son développement économique et social.

Nicolas Moumni

Nicolas Moumni est maître de conférence HDR à l'université de Picardie Jules-Verne, Amiens, et membre du Centre de recherches sur l'industrie, les institutions et les systèmes économiques d'Amiens (CRIISEA). Il est l'auteur de nombreux articles dans les domaines de la finance et de la politique monétaire. Il est également membre du Comité scientifique de l'École académique de modélisation et prospective économique de l'Académie Hassan II des Sciences et Techniques et du Comité de rédaction de la revue *Critique économique*.

Babel com

Dépôt légal : 2019 MO 3663 ISBN : 978-9920-38-184-0

Prix : **80** Dh