Développement financier, flux financiers et croissance économique

Florent Deisting, Farid Makhlouf, Adil Naamane

▶ **To cite this version:**

Florent Deisting, Farid Makhlouf, Adil Naamane. Développement financier, flux financiers et croissance économique. 2012. hal-01885156

HAL Id: hal-01885156

https://univ-pau.hal.science/hal-01885156

Preprint submitted on 1 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Working Papers Series

Centre d'Analyse Théorique et de Traitement des données économiques

CATT WP No. 10
June 2012

DEVELOPPEMENT FINANCIER, FLUX FINANCIERS ET CROISSANCE ECONOMIQUE

Florent DEISTING

Farid MAKHLOUF

Adil NAAMANE

CATT-UPPA
UFR Droit, Economie et Gestion
Avenue du Doyen Poplawski - BP 1633
64016 PAU Cedex
Tél. (33) 5 59 40 80 01
Internet : **http://catt.univ-pau.fr/live/**

UNIVERSITÉ DE PAU ET DES PAYS DE L'ADOUR

DEVELOPPEMENT FINANCIER, FLUX FINANCIERS ET CROISSANCE ECONOMIQUE

(2012)

DEISTING Florent
Florent.deisting@esc-pau.fr
Institut de Recherche en Management et Pratiques d'Entreprise (IRMAPE)
ESC PAU, France

***

MAKHLOUF Farid
f.makhlouf@univ-pau.fr
Centre d'Analyse et Traitement Théorique des Données Economiques
Université de Pau et des Pays de l'Adour, France

***

NAAMANE Adil
adil.naamane@univ-pau.fr
Centre d'Analyse et Traitement Théorique des Données Economiques
Université de Pau et des Pays de l'Adour, France
Université Caadi Ayad de Marrakech, Maroc

Résumé

Dans ce papier, nous analysons la relation empirique entre le développement financier mesuré par les crédits et la croissance économique au Maroc, ainsi que les canaux de transmission entre les deux variables. En utilisant un modèle VAR pour des données annuelles (1975-2010,) nous avons trouvé qu'un choc positif du développement financier favorise la croissance économique. Cet effet passe plutôt par les transferts de fonds des migrants et les échanges commerciaux.

Mots clés : Développement financier, Flux financiers, Croissance économique, VAR, Maroc

Abstract

This paper attempts to explore the empirical relationship between credit as proxy to financial development and economic growth in Morocco, and transmission channel between these two variables. We used annually data from 1975 to 2010 and VAR model to examine the impact of financial development on economic growth. We found that financial development induce economic growth via remittance and trade.

Keywords: Financial development, Financial flows, Economic growth, VAR, Morocco

1. INTRODUCTION

Le secteur bancaire marocain « *est un des plus avancés et structurés de la région. C'est un bon système solide et fiable, peu exposé aux risques internationaux, et déjà très concentré autour de sept à huit opérateurs qui font le marché. Il s'est beaucoup développé et modernisé ces dernières années grâce notamment à la politique menée par la banque centrale et son gouverneur, M. Jouahri. Les mesures de régulation qui ont été prises, notamment l'instauration de ratios prudentiels forts montrent bien leur rôle efficace en termes de supervision et de contrôle du marché. Un des axes majeurs d'amélioration serait, à mon sens, le développement de l'épargne à long terme, à l'instar des autres grands pays*. » Ce sont les propos encourageant tenus par le Président du Conseil d'Administration de BNP-Paribas en janvier 2010, en plein cœur de la crise économique. Il souligne l'importance du rôle de financeur de l'économie du secteur bancaire.

Dans les sciences économiques, les effets du développement des marchés financiers sur la croissance économique ont toujours été une question importante. La littérature nombreuse sur la relation entre le développement financier et la croissance économique au cours du 20ème siècle montre que la validité des résultats est significative mais ne dépasse pas le cadre temporel de l'étude. Bien que les économistes aient accepté l'idée de l'importance d'avoir un secteur financier développé pour favoriser la croissance économique, ils n'ont pas eu la même idée au sujet du sens du lien de causalité. Par exemple, Hicks (1969) et Schumpeter (1912) soutiennent que le développement financier cause la croissance économique. Contrairement à cette opinion, Robinson (1952) discute le fait que dans une situation d'homogénéité des systèmes de régulation financière, la croissance économique crée une demande en produits financiers qui est automatiquement satisfaite par le secteur financier. Autrement dit, la croissance économique permet le développement financier (Levine, 1997).

Dans la littérature, McKinnon (1973) et Shaw (1973) soutiennent que l'abolition de la répression financière et la libéralisation du système financier sont des facteurs essentiels pour le développement de la croissance économique. La même idée a été défendue par Fry (1995), Gablis (1997), Kapur (1976), et Mathieson (1980). Contrairement au point de vue de McKinnon et de Shaw, Buffie (1984), Taylor (1983) et Van Wijnbergen (1983)

ont développé une idée alternative. Selon eux, le développement financier diminue avec l'offre réelle de crédit et empêche la croissance de l'économie. Selon Buffie (1984), si nous autorisons l'intervention directe sur les marchés, alors la libéralisation financière sera une entreprise dangereuse. L'autre point de vue, soutenu par Patrick (1966), montre que le développement financier est très important pour la croissance économique, mais la relation évoluera. Pendant le processus de croissance, l'offre qui était un moteur essentiel du développement du secteur financier sera moins importante et sera remplacée par la demande selon Patrick (1966).

Le rapport sur le développement dans le monde de 1989 publié par la Banque Mondiale présentait déjà une étude approfondie du lien entre finance et croissance en insistant sur le développement du secteur financier dans les pays en développement pour renforcer la croissance économique. Les crises financières qui ont secoué successivement ces dernières années les différentes zones du monde renforcent la thèse du rôle prééminent de ce secteur et la nécessite d'organiser le mieux possible son fonctionnement.

Notre étudierons la relation entre système financier et croissance économique. Nous avons choisi le cas Maroc, pays qui a mis en place un système financier adapté aux évolutions et aux besoins spécifiques de son économie.

2. LA RELATION ENTRE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE ECONOMIQUE DANS LA LITTERATURE

Les recherches sur la relation entre le développement financier et la croissance économique ne sont pas nouvelles. Selon la littérature économique, de nombreux travaux ont été réalisés et ont donné des résultats différents sur l'effet du système financier sur la croissance économique. Bien que Bagehot (1873), Schumpeter (1911) et Gurley- Shaw (1955) aient placé ces relations dans l'action, seulement Davis (1965) et Sylla (1969) ont ajouté un contenu empirique à cette opinion.

Une idée alternative pour la relation entre finance et croissance est que la finance n'a d'importance pour la croissance que dans son rôle de satisfaire les éléments des services marchands. Un des défenseurs de cette idée, Robinson (1952), soutient que la croissance économique crée l'offre de services financiers et que cela est la cause du développement financier (Thanvegelu et Jiunn, 2004, Tsuru, 2005). Patrick (1966) identifie deux rapports

causaux possibles entre le développement financier et la croissance économique. Le premier s'appelle la demande vue comme la demande des services financiers dont dépend la croissance réelle du PIB, la commercialisation et la modernisation de l'agriculture et les autres secteurs de subsistances. Ainsi, la création des institutions financières modernes, leurs actifs et responsabilités financières et services financiers connexes sont une réponse à la demande de ces services par des investisseurs et des épargnants dans l'économie réelle. De ce point de vue, plus la croissance du revenu national sera importante, plus grande sera la demande des entreprises pour des besoins de financement, et donc pour de l'intermédiation financière, puisque dans la plupart des situations les sociétés n'ont pas les moyens de financer intégralement leur expansion. Pour la même raison, pour un taux de croissance donné, plus les écarts de taux de croissance seront importants entre les différents secteurs d'activités, plus les besoins en intermédiation financière seront importants pour favoriser les transferts d'épargne entre les secteurs en capacité de financement et les secteurs en besoin de financement. Le système financier peut soutenir ainsi les principaux secteurs en phase de croissance. Dans ce cas, une expansion du système financier est induite en raison de la croissance économique réelle.

Le second rapport causal entre le développement financier et la croissance économique se nomme l'offre de financement (Patrick, 1966). L'offre de financement a deux fonctions : le transfert des ressources du secteur traditionnel à faible croissance vers le secteur moderne à croissance rapide, et la stimulation entrepreneuriale des secteurs modernes. Ceci implique que la création des institutions financières et de leurs services se produit avant la demande des entreprises. Ainsi, la disponibilité des services financiers stimule la demande de ces services par les entrepreneurs du secteur moderne en plein croissance (Benecivenga et al., 1991 ; Levine et Zervos, 1996 ; Levine, 1997 ; Levine et al., 2000 ; Krian et al., 2009).

L'apparition des nouvelles théories de croissance économique endogène a donné une nouvelle impulsion au rapport entre la croissance et le développement financier dans la mesure où ces modèles postulent que les comportements d'épargne influencent directement non seulement les niveaux de revenu d'équilibre mais également les taux de croissance. Ainsi, les marchés financiers peuvent avoir un impact fort sur l'activité économique réelle. En effet, pour Hermes (1994), la théorie de la libéralisation financière et les nouvelles théories de la croissance supposent que le développement financier mène à la croissance économique. D'autre part, Murinde et Eng (1994), Luintel et Khan (1999)

affirment que les modèles endogènes de croissance montrent un rapport bidirectionnel entre le développement financier et la croissance économique (Kar et Pentecost, 2000).

3. INDICATEURS ECONOMIQUES ET FINANCIERS DU MAROC

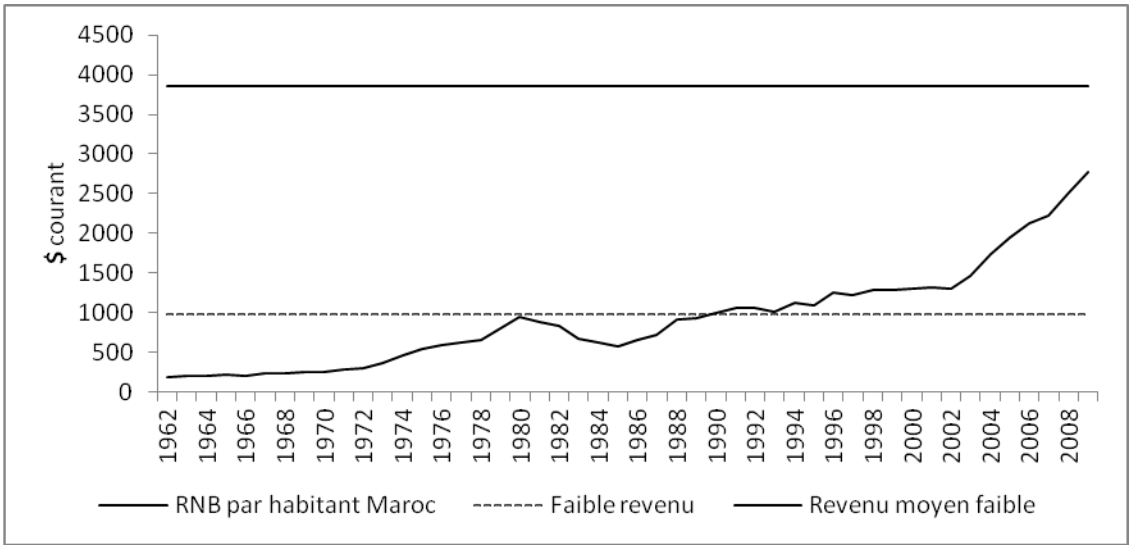
Nous venons de voir dans la revue de la littérature que le développement financier peut avoir un impact sur l'activité économique. A l'heure actuelle, il reste beaucoup de pistes à explorer dans ce passionnant débat pour plusieurs raisons, notamment sur l'influence du développement financier sur les flux internationaux de capitaux. C'est pourquoi nous souhaiterions participer à ce débat par ce travail consacré au cas du Maroc. Ce dernier est conscient de l'ampleur des effets de l'amélioration de sa structure financière.

3.1. Evolution de l'économie marocaine

L'économie marocaine a connu des mutations notables depuis son indépendance en 1956. En effet, le Maroc, est passé d'un pays à faible revenu à un pays à revenu intermédiaire faible. La figure ci-dessous représente l'évolution du Revenu National Brut par habitant (RNB par habitant) disponible sur la base de données de la Banque Mondiale. Il est calculé selon la méthode 'Atlas[1]'. Elle montre qu'à partir de 1990, le Maroc a changé de catégorie, en passant de pays à revenu faible à un pays à revenu moyen faible.

[1] Selon la Banque Mondiale, le facteur Atlas est utilisé dans le but des comparaisons internationales. Il est défini comme étant un facteur de conversion qui permet de corriger les fluctuations de taux de change. Pour plus de détails voir (http://donnees.banquemondiale.org/a-propos/classification-pays/atlas)

Figure1 : évolution de RNB par habitant (1960-2009)



Source : Banque Mondiale (WDI-2011)

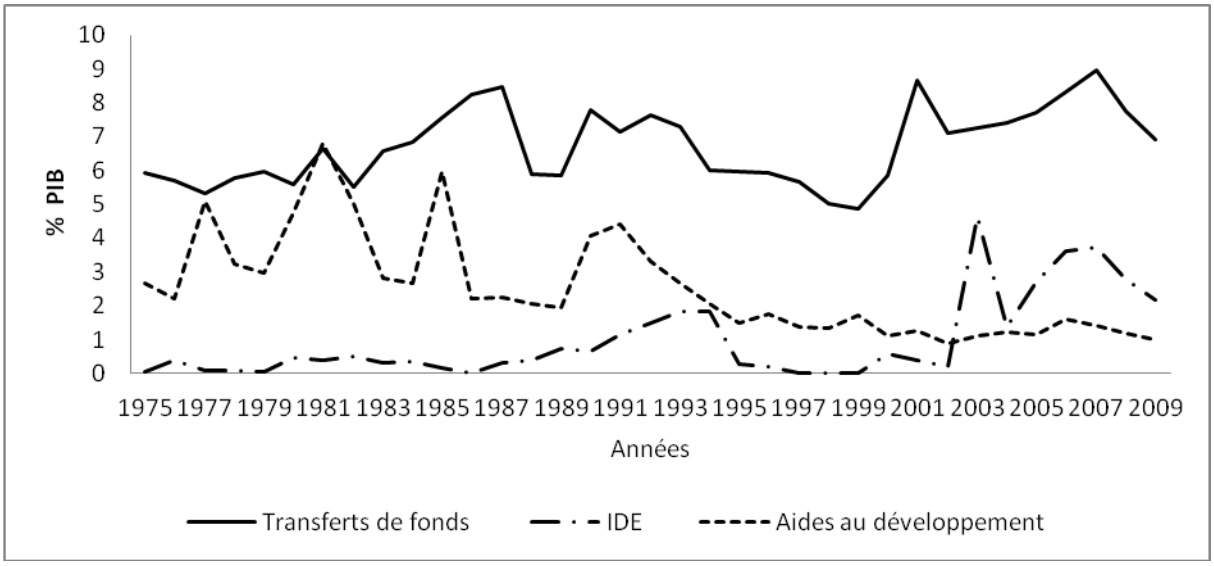
En ce qui concerne l'évolution de la décomposition de la valeur ajoutée entre les différents secteurs, les services occupent la première place avec un pourcentage qui varie entre 40 et 50% du PIB, l'industrie varie autour de 30%, et l'agriculture varie autour de 20% pour la période (1980-2009). Le niveau de vie moyen des marocains s'est amélioré, quelques années après l'application du Plan d'Ajustement Structurel en 1983. Le tourisme constitue l'une des principales sources de devises, suivi des transferts de fonds des Marocains Résidant à l'Etranger (MRE) et les exportations du phosphate et de ses dérivés[2]. Notez également que l'Union Européenne (UE) constitue le principal partenaire commercial du Maroc. Selon la base de données CHELEM, plus de 50% des flux commerciaux sont réalisés avec l'UE.

3.2. Evolution des principaux flux financiers vers le Maroc

La part des transferts de fonds est plus importante que celle des flux des IDE et des aides au développement en pourcentage du PIB (figure, 2). Cette part varie entre 6 à 9 % du PIB. En plus, ces transferts peuvent augmenter dans les périodes de crises et de catastrophes naturelles (Mughal et Makhlouf, 2011). Cette situation n'est pas propre au Maroc, il est reconnu aujourd'hui que les transferts de fonds jouent un rôle financier très important dans les pays en développement.

[2] Le Maroc est considéré parmi les principaux exportateurs du phosphate

Figure 2 : flux financiers à destination du Maroc



Source : Banque Mondiale (WDI-2011)

Les transferts de fonds peuvent être classés en trois catégories : i) les transferts de fonds effectués d'une manière individuelle dans le but d'aider la famille restée dans le pays d'origine, ii) les transferts de fonds individuels qui sont destinés au financement des projets d'investissements, iii) les transferts de fonds effectués d'une manière collective pour des projets collectifs. D'ailleurs, avec la baisse des aides publiques au développement, les transferts de fonds peuvent la compenser. Par conséquent, ils deviennent la source de financement externe la plus importante. De ce fait, la Banque Mondiale propose de plus en plus des études qui traitent le phénomène des transferts de fonds[3].

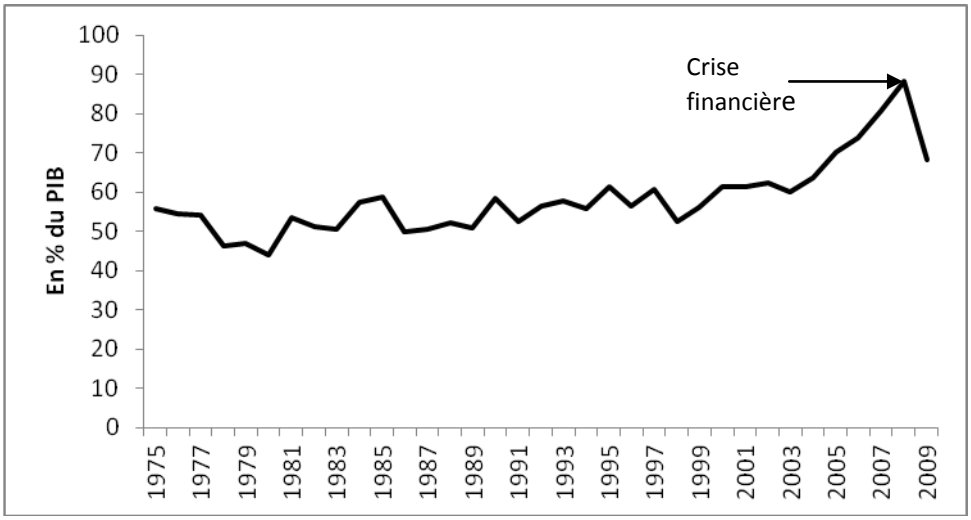
3.3. Les flux commerciaux et la politique commerciale du Maroc

Dès le début des années 90, le phénomène d'intégration régionale a connu un accroissement considérable. Le processus d'intégration euro-méditerranéenne est lancé principalement lors de la conférence internationale de Barcelone en 1995. Cette conférence vise en partie à créer une Zone de Libre Echange euro-méditerranéenne espérée à l'horizon de 2010. La coopération commerciale entre l'Europe et ses voisins sud remonte aux années 70. Durant cette période, l'Europe a accordé des préférences

[3] Rubrique « Migration and Remittances » sur le site de la banque mondiale http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/0,,contentMDK:21121930~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:476883,00.html

commerciales pour les pays du sud de la méditerranée. Les Accords d'Associations conclus entre l'Europe et certains pays de la rive sud, viennent consolider les relations économiques entres les deux rives. Comme la plupart des pays en voie de développement au cours des années 80, les économies maghrébines ont connu des déséquilibres macro-économiques majeurs, aussi l'écart de revenu s'est élargi vis-à-vis de l'Union Européenne. Ces déséquilibres ont poussé les gouvernements de ces pays à engager des réformes structurelles. Elles s'inscrivent dans une logique d'instaurer les mécanismes d'une économie ouverte. Cette volonté de s'ouvrir se manifeste, d'une part à travers la démonopolisation et la libéralisation progressive du commerce extérieur, et d'autre part dans la signature des Accords d'Association.

Figure 3 : Le taux d'ouverture (1975 :2009)



Source : Banque Mondiale (WDI-2011)

En ce qui concerne la répartition des flux commerciaux, plus de 50% des exportations marocaines sont destinées aux marchés européens. De ce fait, l'UE constitue un client stratégique pour le Maroc. La France constitue le principal client du Maroc. Les importations marocaines se stabilisent aux alentours de 60%[4] en provenance de l'UE, cela lui donne un statut de premier fournisseur du Maroc. La France est le premier fournisseur du Maroc et après on trouve l'Espagne et l'Italie. Le Maroc est un exportateur net de minerais, c'est un avantage comparatif qu'on peut attribuer à l'abondance de certains

[4] CEPII – CHELEM

minerais notamment le phosphate. A cet égard, le Maroc est classé parmi les premiers exportateurs de phosphate dans le monde.

Les politiques macroéconomiques du Maroc ont essentiellement pour objet de stabiliser la monnaie nationale. Dès 1995, la date à laquelle le Maroc a intégré le système multilatéral du commerce, il a introduit des changements dans ses pratiques et ses instruments de la politique commerciale. Selon l'OMC[5], les principales modifications sont : i) l'abolition des contrôles des prix et le monopole d'Etat sur les importations. Cependant, les importations des produits végétaux sont soumises à l'autorisation du ministère de l'agriculture, ainsi certaines activités demeurent sous le monopole de l'Etat comme la commercialisation du tabac. Il y a aussi la consolidation de la totalité des lignes tarifaires à des taux uniquement ad valorem qui peuvent varier entre 0 et 380%. Les droits de douanes sur les produits non agricoles ont été consolidés à 40%, ii) l'annulation des subventions pour la majorité des produits sauf pour certains produits agricoles comme le tournesol (produit localement) et le sucre à destination non industrielle (les subventions sont accordées sous forme d'aides à la production ou sous forme de soutiens aux prix à la consommation). Pendant certaines périodes de l'année, des réductions sur les taxes à l'importation peuvent être accordées, par exemple pour les céréales lors des périodes de sécheresse. Des subventions peuvent être également accordées pour la promotion des exportations de certains produits par voie aérienne. Cependant, des prélèvements sont opérés sur les exportations de certains produits comme le phosphate brut, maïs. Enfin, des avantages financiers, fiscaux et douaniers sont accordés pour des entreprises exportatrices.

3.4. Evolution du secteur financier au Maroc

La physionomie du secteur financier marocain telle qu'elle est aujourd'hui a été façonnée à travers le temps pour s'adapter aux évènements qu'a connus l'économie marocaine et pour répondre à des besoins spécifiques. Malgré les répercussions de la crise financière internationale, le système financier marocain a su s'adapter et montre une solidité financière tout en poursuivant son développement au niveau national et international.

Au lendemain de l'indépendance, le Maroc a voulu se doter de structures financières afin de rétablir sa souveraineté financière et monétaire et pour soutenir une économie fragile qui compte principalement sur le secteur primaire. Il a crée une monnaie nationale (le

[5] Examen des politiques commerciales : Maroc 2003, le site de l'OMC

dirham) et dès 1959, une banque centrale (Banque du Maroc) ainsi que certaines banques et organismes financiers spécialisés contrôlés par l'Etat (caisse de dépôt et de gestion, caisse d'épargne nationale, la banque nationale pour le développement économique et la banque marocaine du commerce extérieur…). Le but était de créer un véritable secteur bancaire capable de soutenir le développement économique du pays.

En l'absence d'un secteur privé dynamique, les autorités ont crée des banques spécialisées pour soutenir certains secteurs comme la Caisse Nationale du Crédit Agricole (CNCA) et le Crédit Immobilier et Hôtelier (CIH). Durant la période postcoloniale, le Maroc a connu trois lois bancaires qui ont donné progressivement plus d'autonomie à la banque centrale et sont allées dans le sens de la libéralisation du secteur. Avec la première loi bancaire de 1967, la marge de manœuvre des banques était très limitée : encadrement des crédits, emplois obligatoires, taux d'intérêts administrés… La banque centrale est totalement contrôlée par l'Etat. La direction du trésor impose la quantité des crédits à distribuer ainsi que sa répartition entre les établissements bancaires.

Vu l'importance de la demande des crédits, les banques se trouvaient dans une situation qui leur permettait d'imposer une multitude de garanties et de choisir les secteurs d'activités à financer. Si on ajoute à cela le coût élevé des crédits, une partie importante de l'économie se trouvait ainsi exclue de l'octroi des crédits. D'un autre côté, le niveau de rendement offert et les conditions difficiles d'accès ne permettaient pas au secteur bancaire d'être attractif et d'attirer l'épargne nationale.

La rémunération des ressources bancaires affectées aux emplois obligatoires était inférieure au taux du marché ce qui explique l'application de taux plus élevé à la partie restante de ces ressources. Les autorités ont adopté une politique sélective des crédits qui favorisait certains secteurs jugés prioritaires dans la politique de développement économique et sociale. L'absence de la concurrence interbancaire, le cloisonnement et la spécialisation qui se manifeste par la distinction entre banques commerciales et organismes financiers spécialisés empêchent le fonctionnement des mécanismes de marché et une allocation optimale de l'épargne.

L'Etat a joué le rôle de moteur de croissance de l'économie par sa politique d'investissement. Il a dû, pour financer ces investissements, monopoliser l'épargne nationale avec des émissions de bons de trésors à taux d'intérêt élevé et qui bénéficient d'avantages fiscaux. Cela empêche le développement d'autres placements financiers et

ainsi les possibilités de financement et de développement pour le secteur privé avec pour conséquence une baisse au niveau des emplois et des recettes fiscales.

On s'est retrouvé dans un système financier dominé par l'intermédiation financière bancaire avec un marché de capitaux marginalisé incapable de mobiliser l'épargne nationale et son allocation optimale.

Les difficultés économiques et financières qu'a connues le Maroc au début des années 80 avec la baisse des prix du phosphate, principal produit exporté et une dette externe devenue insoutenable ont nécessité une intervention du fonds monétaire international et l'instauration d'un plan d'ajustement structurel (PAS) qui va apporter des modifications profondes au niveau de la structure économique et financière du pays.

Afin de réduire les dépenses publiques et de stimuler la croissance, on a adopté plusieurs mesures :

- la privatisation des entreprises publiques, ce qui permettra de dégager des ressources financières et de dynamiser la bourse de Casablanca,
- la dévaluation de la monnaie et la libéralisation du commerce extérieur pour stimuler les exportations,
- une nouvelle politique monétaire utilisant des mécanismes de contrôle indirect et qui remplacent les modes d'intervention administrés...

En effet, dans un contexte de mondialisation et de globalisation financière, le secteur financier marocain va connaître d'importants changements au début des années 90 avec le décloisonnement des marchés de capitaux, la libéralisation des opérations financières et la réforme du cadre réglementaire. Ces réformes communément appelées les « 3D » Déréglementation Décloisonnement et Désintermédiation se sont concrétisées à travers la libéralisation des taux d'intérêts, le désencadrement du crédit, la suppression des emplois obligatoires, la création d'un marché de change interbancaire et le renforcement des pouvoirs et de l'autonomie de la banque centrale.

Ainsi, on est passé d'un contrôle administré très contraignant à un contrôle qualitatif avec des règles prudentielles à respecter où la banque centrale joue un rôle plus important. S'inspirant des normes internationales et connaissant les risques de dérapage dans un environnement de libéralisation du secteur financier, les autorités ont instauré un ensemble de règles prudentielles : ratio Cooke, classification et approvisionnement des créances en souffrances, augmentation des fonds propres nets…

C'est le marché qui devait en principe déterminer la quantité de crédit à distribuer. Les autorités concernées ont voulu instaurer la concurrence dans le système bancaire pour avoir une meilleure allocation de l'épargne. Malgré cela, les clients ont trouvé des difficultés à faire marcher la concurrence entre les banques qui ont continué à pratiquer des ententes. Des dysfonctionnements vont se révéler, notamment dans certains organismes financiers spécialisés (CIH, BNDE…), ce qui a nécessité des réformes au niveau du contrôle de la banque centrale. En effet, malgré l'importance des garanties exigées, le poids des créances en souffrance est important, surtout pour les OFS. Cette situation rend encore plus difficile et plus cher l'accès aux crédits, notamment pour les PME.

Parallèlement aux réformes engagées pour le secteur bancaire, des mesures ont été adoptées pour développer un marché de capitaux qui a été largement marginalisé avec une activité boursière léthargique. En effet, le système financier marocain était dominé par le secteur bancaire. Les possibilités de placement de l'épargne n'étaient pas énormes et sont constituées essentiellement des dépôts à vue et à terme.

Pour encourager les opérations en bourse, on a crée un Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) en tant qu'autorité de contrôle. Cet organisme devait assurer la transparence des opérations effectuées et la libre circulation de l'information, cherchant ainsi à protéger épargnants et investisseurs et à veiller au bon déroulement des opérations.

Le but était de créer un marché de capitaux décloisonné dynamique et sécurisé où les intervenants pouvaient arbitrer entre différents produits échangés et où les mécanismes du marché fonctionneront pleinement. Ainsi, les canaux de collecte de l'épargne et les possibilités de financement seront diversifiés. Investisseurs et épargnants pourraient arbitrer librement et choisir le produit qui leur convient.

Ces mesures ont permis l'émergence d'un marché monétaire réservé au début aux établissements bancaires et qui s'est ouvert graduellement aux différents intervenants. A coté des bons de trésor, des titres de créances négociables (certificats de dépôt, bons des sociétés de financement et billets de trésorerie) ont fait leur apparition offrant plus de choix de placement et la possibilité d'un financement direct aux entreprises. Le marché hypothécaire a été dynamisé par la possibilité de titrisation d'actifs notamment la titrisation des créances hypothécaires relatives aux logements où le CIH occupe une place importante. Cela a permis de mobiliser des ressources pour le financement du logement.

La libéralisation progressive du marché de change et la convertibilité du dirham sur les opérations courantes ont facilité un peu plus les opérations des entreprises marocaines avec l'étranger. Les entreprises pouvaient ainsi se protéger contre le risque de change dans ses transactions internationales. Les banques avaient désormais la possibilité de coter et d'exécuter les ordres d'achat et de vente directement sans passer par la banque centrale. Des opérations de spéculations, l'utilisation des swaps et la couverture à terme étaient autorisées.

Le mouvement de privatisation de plusieurs entreprises marocaines dont le plus important est celui de Maroc Telecom ont permis de mobiliser une épargne très importante et dynamiser la bourse de Casablanca qui a vu sa capitalisation augmenter de façon significative.

Malgré les réformes apportées aux marchés des capitaux avec une bourse de Casablanca dotée d'outils techniques comparables à ceux des pays développés, ils ne jouent pas un rôle important dans le financement des investissements et donc ils ne constituent pas une alternative au financement bancaire. Le marché monétaire reste principalement un marché interbancaire, l'activité du marché de change est très faible et la bourse manque de liquidités avec un faible recours aux billets de trésorerie de la part des entreprises. La présence des capitaux étrangers est principalement sous forme de participations stratégiques dans le capital d'entreprises marocaines, par exemple : la participation du groupe Vivendi dans le capital de Maroc Télécom.

A travers la loi bancaire de 2006, le Maroc a voulu introduire des innovations en matière de supervision bancaire et du renforcement du cadre prudentiel conformément aux normes standards internationales, notamment les recommandations du Comité de Bale. La supervision relève désormais de la seule compétence de la banque centrale qui a vu ses compétences et ses pouvoirs renforcés.

Avec la banque postale, le nombre des banques au Maroc est passé à 19 banques, 13 sont à capital majoritairement privé dont 7 où l'actionnariat étranger, notamment français est majoritaire et six banques sont à capital majoritairement public. Trois banques s'accaparent plus de 61,4[6]% des crédits octroyés et 68% des dépôts (Attijari Wafa Bank cinquième banque au niveau africain, la banque centrale populaire et la BMCE Bank).

La libéralisation du secteur financier, notamment le marché de change et la signature d'accords de libre échange avec plusieurs pays (Etats-Unis, Union Européenne, Turquie,

[6] Daoudi (2011)

Egypte, Tunisie…) ont permis au système financier marocain de s'ouvrir sur l'extérieur. Plusieurs banques marocaines se sont implantées à l'étranger (Europe, Maghreb, Afrique Centrale et de l'Ouest) ou bien ont racheté des banques, notamment des banques africaines, (exemple de la banque Attijari Wafa Bank).

Parmi les objectifs de la libéralisation du secteur financier au Maroc, il y a l'encouragement de l'épargne et une meilleure affectation des ressources pour stimuler la croissance économique. Les tendances de baisse du coût du crédit sont plus le résultat des pressions de la banque centrale que le fait de la concurrence. La situation de surliquidité du secteur bancaire marocain due entre autres aux recettes de privatisation et aux transferts des RME ainsi qu'aux conditions exigées pour l'octroi des crédits freine la concurrence et n'incite pas les banques à faire des efforts pour la mobilisation de l'épargne malgré le potentiel d'épargne nationale existant. L'établissement d'une concurrence réelle poussera les banques à proposer un éventail de produits d'épargne plus large et permettra l'accès aux crédits à une grande majorité d'entreprises. L'allégement du coût et des conditions exigées pour l'octroi des crédits encouragera l'investissement productif.

Le taux de bancarisation est faible à cause notamment de l'importance du secteur informel et des réticences à utiliser les moyens de paiements scripturaux. On compte un guichet pour 7100 habitants en 2009. Les agences bancaires sont concentrées dans les grandes villes, notamment à Rabat et à Casablanca. Le nombre de cartes bancaires en circulation a atteint 6,3 millions en 2009 alors qu'il était de 5,2 millions en 2008. L'activité bancaire est dominée par l'intermédiation de crédit. Le hors bilan des banques marocaines est modeste par rapport aux possibilités offertes.

La bourse de Casablanca est la deuxième place financière en Afrique après celle de Johannesburg avec 81 sociétés cotées. Le secteur financier représente une part importante de la capitalisation boursière qui a atteint 510[7] milliards de dirhams en novembre 2011. Le volume moyen mensuel des transactions s'est situé à 4,9 milliards de dirhams au troisième trimestre 2011.

Le secteur financier marocain a connu de profondes mutations que ce soit au niveau des marchés de capitaux qu'au niveau du secteur bancaire. Afin de voir l'impact que peut

[7] Rapport de Bank Al-Maghrib (2011)

avoir cette évolution sur la croissance économique du pays, nous allons procéder à une étude économétrique.

3.5. Relation entre le développement financier et le PIB

L'économétrie cherche une meilleure spécification possible entre les variables. Dans une estimation paramétrique, la relation entre la variable à expliquer et la ou les variables explicatives est donnée au préalable. Cependant, cette forme peut s'éloigner de la réalité. Pour contourner ce problème, les méthodes non-paramétriques offrent une meilleure spécification en relâchant l'hypothèse principale donnée dans un cadre paramétrique : l'hypothèse principale consiste à donner la forme de la relation à estimer dans un cadre paramétrique. L'économétrie non paramétrique est utilisée quand on a le doute sur la relation à estimer (Green, 2005 p. 435).

Dans notre exemple, le but est de chercher la relation entre le développement financier et le PIB, sans donner aucune relation au préalable. Pour cette raison, nous avons fait appel à l'économétrie non paramétrique. L'idée de base peut être présentée comme suit :

Soit m la fonction qui lie la variable dépendante y et la variable explicative x

$$y = m(x) + \varepsilon$$

$$m(x) = \mathbb{E}(Y|X = x)$$

Peut se réécrire simplement sous la forme

$$m(x) = \int y f_{Y|X=x}(u|x)du = \int y \frac{f_{Y,X}(u,x)}{f_X(x)}du$$

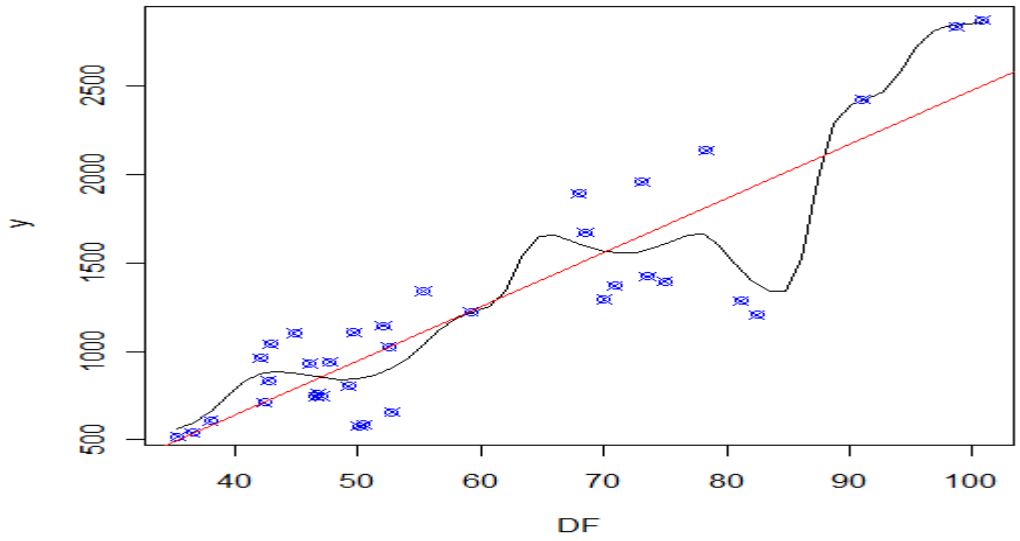
Où chacune des densités s'estime facilement par noyau, et donc

$$\widehat{m}_h(x) = \frac{\sum_{i=1}^{n} K_h(x - X_i)Y_i}{\sum_{i=1}^{n} K_h(x - X_i)}$$

Où

$$K_h(u) = \frac{1}{h}K\left(\frac{u}{h}\right)$$

Figure 4 : relation non paramétrique entre le développement financier et le PIB (1975-2009)



Sources : WDI-WB et calculs des auteurs

La figure 4 nous montre que la relation entre les deux phénomènes n'est pas monotone. Autrement dit, la relation n'est pas linéaire et complexe. Cette conclusion nous pousse à réfléchir sur d'autres méthodes d'estimations.

4. MODELES, RESULTATS ET COMMENTAIRES

4.1. Le modèle à estimer

L'équation à estimer est la suivante :

$$y_t = \alpha + \beta_1 DF_t + X_t \beta + u_t \quad (1) \quad \text{avec t variant de 1975 à 2009}$$

y_t : La croissance économique

DF_t : est la variable représentant le développement financier. Suivant la littérature sur le sujet, on considèrera les crédits à l'économie comme variable proxy du développement financier (King et Levine 1993). Les données sont issues de la base *International*

Finacial Statistics (FMI) et de *World Development Indicators* (Banque Mondiale), les statistiques descriptives sont données dans le tableau 1 et les graphiques des variables sont donnés en annexe (A1).

X_t est la matrice qui regroupe les variables censées influencer la croissance économique qu'on trouve habituellement dans la littérature relative à ce sujet. Il s'agit de :

- la variable *inflation*, mesurée comme le taux de variation du déflateur du *PIB*. L'inflation est synonyme d'instabilité économique. Elle fausse les informations fournies aux agents économiques et décourage l'intemédiation financière ;
- le taux d'ouverture ;
- les flux financiers : les envois de fonds des migrants, les IDE et l'Aide au développement.

Tableau 1 : Statistiques descriptives

	Définition	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Écart type
Inf	Inflation	5,0101	4,4372	-0,60442	15,221	3,8939
Y	PIB par tête	1219,9	1103	519,2	2873,7	618,37
K	FBCF	33059	24950	13182	1,08E+05	23405
DF	Crédits	58,926	52,077	35,376	100,75	17,863
FDI	IDE	0,97052	0,38338	0,0032315	4,6418	1,2164
REM	Transferts de fonds	6,7166	6,6351	4,8782	8,947	1,1098
Open	Taux d'ouverture	58,155	56,468	44,13	88,347	9,2716
Aid	Aides au développement	2,5382	2,0738	0,87235	6,7846	1,5257

4.2. Stratégie d'estimation

L'économétrie nous offre une panoplie de méthodes et de techniques qui ont permis l'amélioration de la qualité des estimations. Cependant, nous assistons de plus en plus à une utilisation de techniques dont les hypothèses restrictives sont moins contraignantes. Les déterminants macro-économiques de la croissance économique sont construits sur plusieurs relations complexes. Par exemple, la structure financière dans le pays est constituée par un ensemble de relations complexes entre les variables macro-économiques. Pour modéliser ce phénomène, seule une équation est insuffisante, la spécification nécessite plusieurs équations reliées entre elles. Ce système d'équations

multiples peut être étudié dans un modèle VAR. Ce type de modèle est bien adapté pour les séries macro-économiques Green (2005). Le choix de ce modèle répond à un double objectif. Premièrement, ce type de modèle nous permet d'éliminer le problème d'endogénéité. Deuxièmement, nous utilisons les fonctions '*impulse response'* afin d'étudier l'impact du développement financier sur l'activité économique.

Le VAR d'ordre p[8], peut s'écrire comme suit :

$$Y_t = BY_{t-l} + u \quad (3)$$

Y **:** le vecteur des variables endogènes, t le temps et l c'est le retard. Nous estimons dans notre cas un modèle VAR simple tel que proposé par Sims (1980).

En utilisant la méthode des moindres carrés ordinaire, B peut être estimé d'une manière simple.

$$\widehat{B} = (Y'_{t-l}Y_{t-l})^{-1}Y'_{t-l}Y_t$$

Les résultats détaillés sont fournis dans l'annexe, ils montrent que la réponse de l'activité mesurée par le PIB par tête est positive suite à un choc de développement financier. Par ailleurs, la relation inverse n'est pas vérifiée. Autrement dit, le développement financier affecte positivement la croissance économique.

4.3. **Résultats et commentaires**

Les résultats des fonctions '*impulse response*' montrent qu'un choc positif du développement financier impacte positivement l'activité économique. Cet impact positif passe par des canaux tels que le taux d'ouverture et les flux financiers. En d'autres termes, le développement du secteur financier permet de drainer plus les transferts de fonds des migrants ainsi que les IDE. Ces derniers impactent positivement l'activité économique. Cependant, l'impact des transferts de fonds est plus pertinent par rapport aux IDE. Cela peut s'expliquer par la nature de ces transferts qui sont plutôt stables et sans contre partie contrairement aux IDE qui peuvent être plutôt pro-cycliques. Les résultats montrent aussi qu'une amélioration du secteur financier favorise les échanges

[8] Le retard optimal est donné selon plusieurs critères voir le tableau A2 en annexe.

commerciaux. En d'autres termes, nous pouvons dire que l'influence du développement financier sur l'activité économique passe par les flux internationaux de capitaux.

L'objectif de la décomposition de la variance est d'analyser l'impact et la contribution des innovations des variables explicatives à la variance des erreurs de l'activité économique. Les résultats de la décomposition de la variance (annexe A4), confirme les résultats des fonctions '*impulse response*'. Ainsi, elle montre que les transferts de fonds ont un poids plus important dans l'innovation de l'activité économique.

Le test de stabilité (annexe A5) pour le modèle VAR montre la stabilité des résultats ce qui implique que le développement financier affecte la croissance de manière positive et stable sur la période.

5. CONCLUSION

À long terme, une croissance économique durable dépend notamment de la capacité d'accumulation du capital physique et humain, d'une utilisation efficace des actifs résultant de la production et des possibilités d'accès de l'ensemble de la population à ces actifs. Le développement financier prend en charge le processus d'investissement en mobilisant l'épargne afin d'assurer le financement des entreprises. Dans le cas marocain, le développement financier a connu une évolution remarquable. Ceci se manifeste en partie par le volume des crédits opérés sur la période étudiée. Dans cet article, nous avons montré l'importance du développement financier pour l'économie marocaine. Nous avons aussi analysé le rôle éventuel que peut jouer le développement financier dans les économies en développement d'une manière générale et l'économie marocaine en particulier.

Le Maroc dispose d'un système financier relativement développé. La contribution potentielle du développement financier à la croissance économique est considérable mais elle dépend du développement des structures institutionnelles appropriées. La libéralisation du système financier pourrait augmenter l'efficacité de l'économie marocaine en permettant une meilleure allocation des ressources.

Le système financier marocain est dominé par l'intermédiation financière bancaire avec un marché de capitaux incapable de mobiliser l'épargne nationale et son allocation optimale.

La situation de surliquidité du secteur bancaire marocain due entre autres aux recettes de privatisation et aux transferts des RME ainsi qu'aux conditions exigées pour l'octroi des crédits freine la concurrence et n'incite pas les banques à faire des efforts pour la mobilisation de l'épargne malgré le potentiel d'épargne nationale existant. L'établissement d'une concurrence réelle poussera les banques à proposer un éventail de produits d'épargne plus large et permettra l'accès aux crédits à une grande majorité d'entreprises.

BIBLIOGRAPHIE

ASLAN, Ö. AND KÜÇÜKAKSOY (2006), Finansal Geli me ve Ekonomik Büyüme ili kisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama, Ekonometri ve statistik Dergisi, Say 4

BAGEHOT W. (1873), Lombard Street: A Description of the Money Market, E.P.Dutton and Comany, Reprint 1920, New York.

BECK T., LEVINE R. & LOAYZA N. (2000), Finance and the Sources of Growth, Journal of Financial Economics, 58(1/2), 261-300.

BUFFIE E.F. (1984), Financial Repression, The New Structuralist and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies , Journal of Development Economies, 14, 3.

CHRISTOPOULOS D. K. & TSIONAS E. G. (2004), Financial Development and Economic Growth: Evidence from panel unit root cointegration tests, Journal of Development Economics, 73, 55-74.

DAVIS L. E. (1965), The investment Market, 1870-1914: The Evaluations of a National Market , Journal of Economic History, Vol. 25, Issue 3, Page 151-197.

DAOUDI T. (2011), Physionomie Actuelle du Paysage Bancaire Marocain, Imprimerie El Maârif Al Jadida-Rabat.

DEMIRGÜÇ-KUNT A. & MAKSIMOVIC V. (1998), Law, Finance, and Firm Growth, Journal of Finance, 53(6), 2107-2137.

FRY M.J. (1995), Money, Interest and Banking in Economic Development, Johns Hopkins University Press, Baltimore.

GALBIS V. (1977), Financial Intermediation and Economic Growth in Less- Developed Countries: A Theoretical Approach. Journal of Development Studies, 13, 2:58-72.

GREEN W. (2005), « Econométrie » 5e édition ISBN : 2-7440-7097-1.Edition Pearson Education, France.

GURLEY J. & SHAW E. (1955), Financial Aspects of Economic Development , American Economic Review, Vol. 45, Issue 4, Page 415-538.

HERMES N. (1994), Financial Development and Economic Growth: A Survey of the Literature , International Journal of Development Banking, 12(1), 3-22.

HICKS J. (1969), A Theory of Economic History, Oxford , Clarendon Press.

HMAMOU H. (2001), Evolution Récente du Secteur Financier: Secteur bancaire, Bourse des Valeurs de Casablanca, Direction de la Politique Economique Générale, Document de travail N°60, Janvier.

KAPUR B. K. (1976), Alternative Stabilization Policies for Less Developed

KAR M. & PENTECOST E. (2000), Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue , Economic Research Paper No. 00/27.

KING R.G. & LEVINE R. (1993), Finance and Growth, Journal of Economics, 108, 717-737.

KIRAN B., YAVUZ N. C. & GÜRIS B. (2009), Financial Development and Economic Growth: A panel analysis of emerging countries, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 30.

KÜÇÜKÖZMEN C. (2009), Financial Development and Economic Growth: a cointegration approach, Working Paper.

KULARATNE C. (2001), An Examination of the Impact of Financial Deepening and Long-Run Economic Growth: An application of a VECM Structure to a Middle Income Country Context, Trade and Industrial Policy Strategies, Annual Forum.

LAURETI L. & POSTIGLIONE P. (2005), The effects of Capital Inflows on the Economic Growth n the Med Area, Journal of Policy Modeling, 27, 839-851.

LEVINE R. (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economics Literature, Vol.35.

LEVINE R. & ZERVOS S. (1998), Stock Markets, Banks and Economic Growth, American Economic Review, 88,537-538

LEVINE R. (1997), Financial Development and Economic Growth, Journal of Economic Literature, 35(2), 688-726.

LUINTEL K.B. & KHAN M. (1999), A Quantitative Reassessment of the Finance Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR , Journal of Development Economics, 60, 381-405.

MATHIESON D.J. (1980), Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy Journal of Development Economics, 7: 359-395.

MCKINNON R. I. (1973), Money and Capital in Economic Development , Washington D.C, The Brookings Institution.

MURINDE V. & ENG. F. S. H. (1994), Financial Development and Economic Growth in Singapore: Demand-Following or Supply-Leading , Applied Financial Economics, 4(6), 391-404.

NEUSSER K. & KUGLER M. (1998), Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries, Review of Economics and Statistics, 80, 636-46.

PATRICK H. T. (1966), Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries , Economic Development and Cultural Change, 14, 174-189.

RAJAN R.G. & ZINGALES L. (2003), Saving Capitalism from Capitalist, Crown Business, New York.

RAZA SYED A., SARWAR M. & FARHAN M. (2012), Capital Inflows and Economic Growth in Pakistan, MPRA, n°36790.

ROBINSON J. (1952), The Generalization of the General Theory, The Rate of Interest and Other Essays, London, Macmillan, Page 69-142.

ROUSSEAU P. L. & WACHTEL P. (1998), Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries, Journal of Money, Credit and Banking, 30(4), 657-78.

SCHUMPETER J. (1911), The Theory of Economic Development , Harvard University Press, Cambridge.

SHAW S. E. (1973), Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press.

SOLHI S. (2006), Libéralisation Financière et Croissance Economique au Maroc : Essai de Modélisation, Economic Research Forum, 13th Annual Conference, Kuwait, 16-18 December.

SYLLA R. (1969), Federal Policy, Banking Market Structure and Capital Mobilization in the United states 1863-1913 , Journal of Economic History , Vol. 29, Issue 4, Page 657-686.

THANGAVELU S. M. & D JIUNN A. B. J. (2004), Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis, Empirical Economics, Vol. 29, Issue2, Page 247-260.

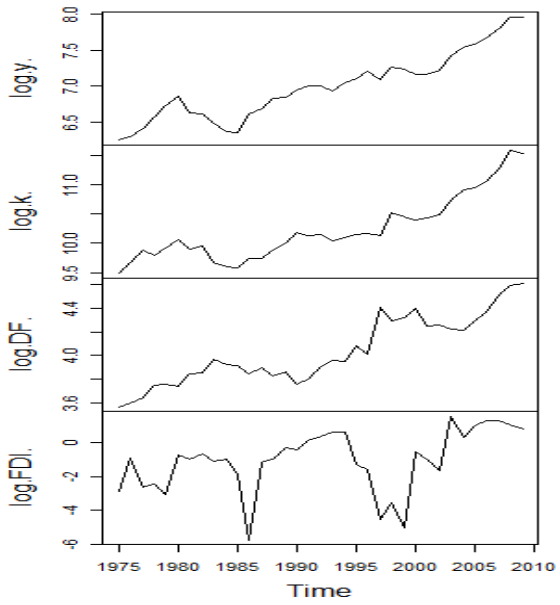
TSURU K. (2000), Finance and Growth: Some Theoretical Considerations and a Review of the Empirical Literature , OECD Economics Department Working Papers, No:228.

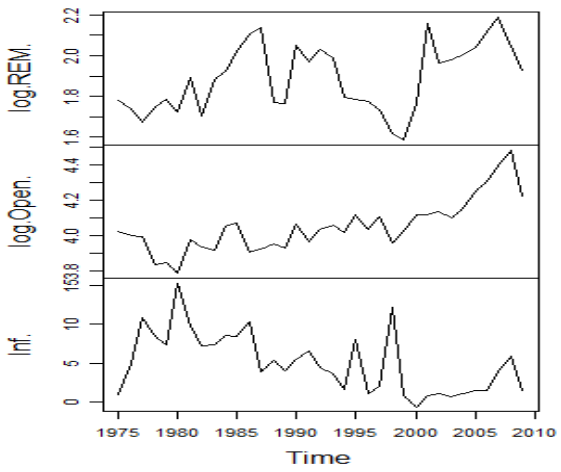
XU ZHENHUI (2000), Financial Development, Investment, and Economic Growth, Economic Inquiry, Vol. 38, Issue. 2, 331–344.

YASIN MUGHAL. M & MAKHLOUF. F (2011), Volatility of Remittances to Pakistan: What do the Data Tell?,Economics Bulletin, AccessEcon, vol. 31(1), pages 605-612.

Annexes

A1 Graphique des variables utilisées



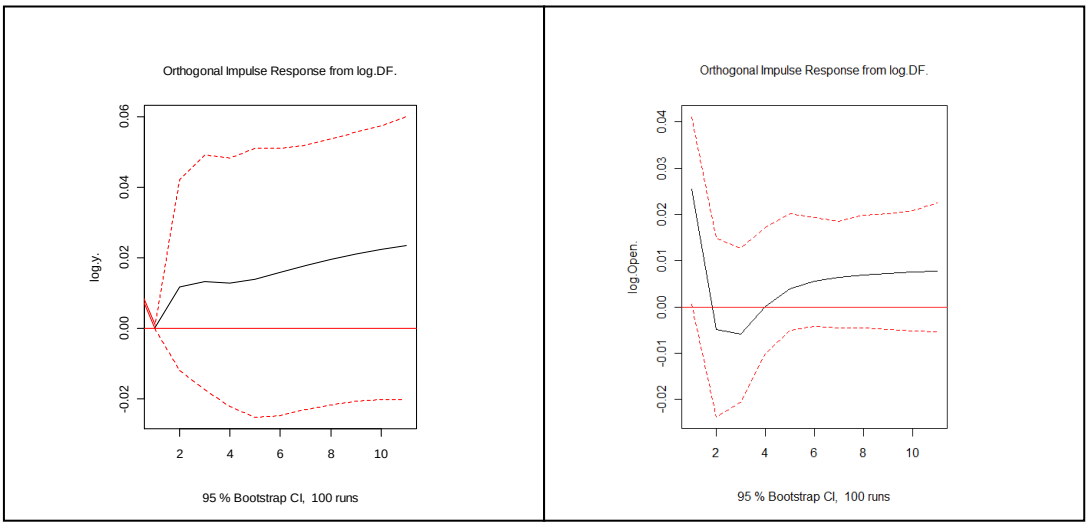


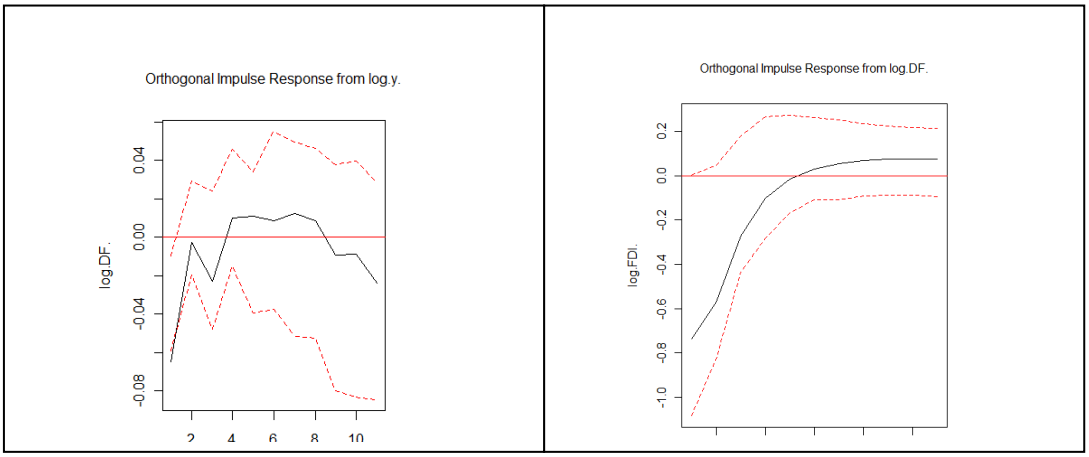
A 2 : Retard optimal pour le modèle VAR

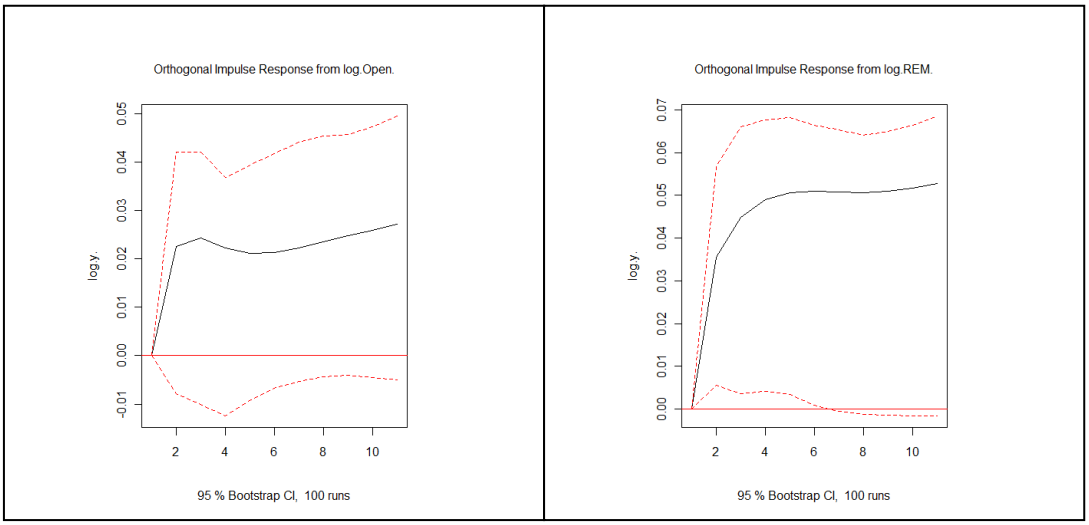
$selection

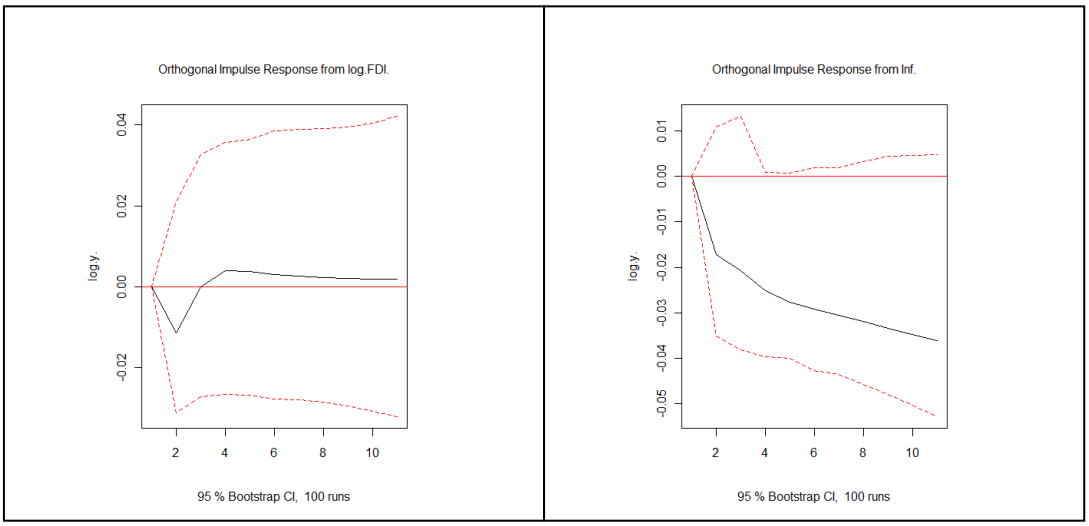
AIC(n)	HQ(n)	SC(n)	FPE(n)
3	3	1	3
Critère / retards	1	2	3
AIC(n)	-2.108018e+01	-2.147118e+01	-2.488946e+01
HQ(n)	-2.022994e+01	-1.987699e+01	-2.255131e+01
SC(n)	-1.851514e+01	-1.666174e+01	-1.783561e+01
FPE(n)	7.549271e-10	8.254071e-10	1.371881e-10

A3: Les fonctions *‘ impulse response’*

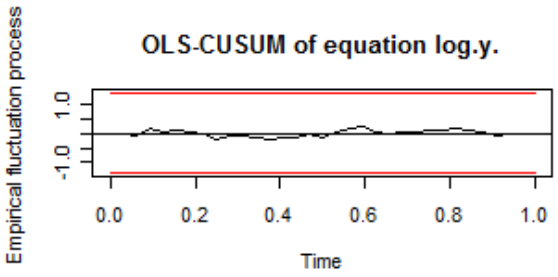
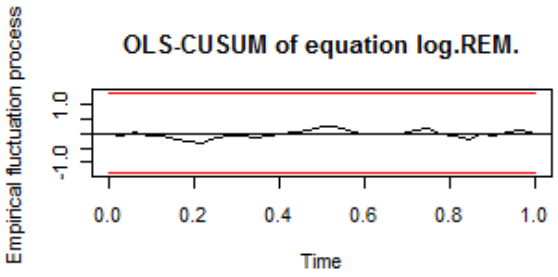
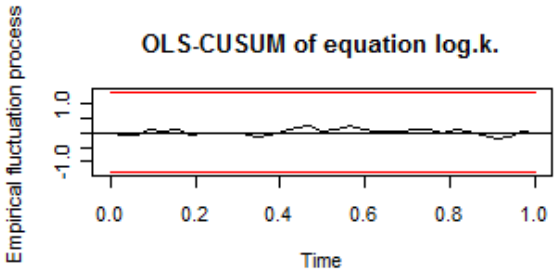
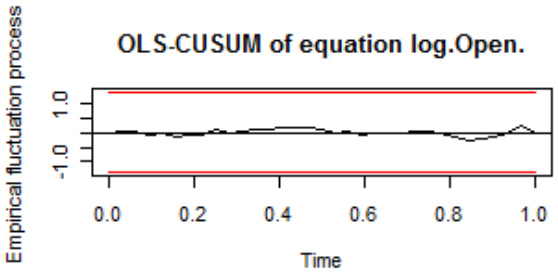
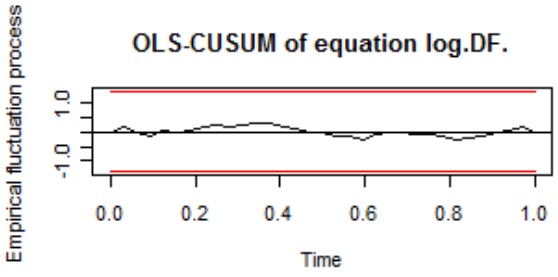
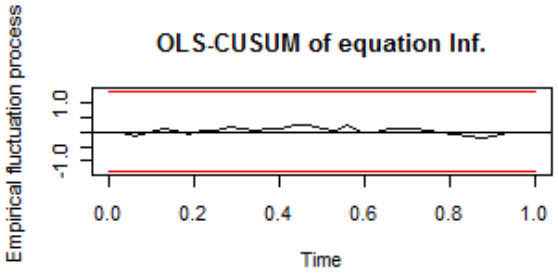
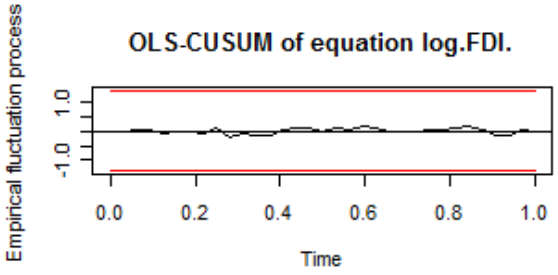








A4 : Décomposition de la Variance

Y	log.y.	log.k.	log.DF.	log.FDI.	log.REM.	log.Open.	Inf.
[1,]	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
[2,]	0.8821262	0.0001822093	0.006982118	0.006460012	0.06384668	0.02560823	0.01479452
[3,]	0.7958698	0.0001582685	0.011553011	0.004702654	0.12078175	0.04039318	0.02654139
[4,]	0.7300736	0.0001447257	0.01395365	0.004173314	0.16567197	0.04653478	0.039448
[5,]	0.680573	0.000561967	0.016194457	0.00379425	0.19851398	0.04923876	0.05112362
DF.							
[1,]	0.2278335	0.009301609	0.7628649	0,000	0,000	0,000	0,000
[2,]	0.1565578	0.006602687	0.8087969	0.01386166	0.002646408	0.01135262	0.0001820011
[3,]	0.1557234	0.005599521	0.7853058	0.01857522	0.00217705	0.03179684	0.0008221437
[4,]	0.1848447	0.006093895	0.7322105	0.01786474	0.005956174	0.04970797	0.0033220143
[5,]	0.2231738	0.007513093	0.6645625	0.01591847	0.02009959	0.06070925	0.008023218

A5 : Test de Stabilité