

# Incidences de la libéralisation financière sur le rôle des agrégats et de la politique monétaire : le cas du Maroc

Depuis le début des années quatre-vingt, la plupart des pays en développement d'Afrique traversent une crise économique aiguë sans précédent.

Plusieurs facteurs endogènes et/ou exogènes ont été identifiés pouvant être à l'origine de cette crise. Parmi ces derniers, on a souvent cité les aléas climatiques, la détérioration des termes de l'échange, les taux d'intérêt étrangers (instables) affectant la dette extérieure, les taux de change erratiques, etc.

Pour redresser cette situation économique difficile, la plupart des pays ont procédé à des programmes d'ajustement structurel (PAS) comme une stratégie de court terme pour ralentir ou arrêter cette tendance de déclin économique. Pour certains auteurs, les PAS, dans le contexte africain des années quatre-vingt, constituent un ensemble de mesures et de réformes du côté de l'offre (*supply side*) initiées par les institutions de Bretton Woods. Ces politiques sont conçues pour affecter les « prix relatifs » afin de rendre l'économie plus efficace, plus flexible et plus en mesure d'assurer une meilleure allocation des ressources rares et, par là, stimuler la croissance durable.

Dans cette perspective, la mobilisation des ressources domestiques est apparue comme un problème majeur dans un contexte où l'épargne extérieure trouve d'autres débouchés. Il a donc fallu réexaminer le système financier pour lui permettre de mobiliser ces ressources domestiques à travers une plus grande intermédiation financière, dans le cadre d'une politique monétaire adéquate.

Le Maroc n'a pas été épargné par ce mouvement de réformes économiques et surtout financières et ce, dès le début des années quatre-vingt.

L'objectif de cette étude est d'examiner d'abord les principaux volets de la réforme financière marocaine (1) ; on s'intéressera ensuite à l'incidence de cette réforme sur les agrégats monétaires, d'une part, et le comportement de demande de monnaie par les agents intérieurs, d'autre part (1).

**Abdellatif  
El M'Kaddem**

Université  
Sidi Mohammed  
Ben Abdellah, Fès

## 1. La libéralisation financière au Maroc

Jusqu'à la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, le système financier marocain revêt une double caractéristique :

– L'essentiel du financement de l'économie provient des crédits octroyés par les banques et les institutions financières spécialisées (1). Cette particularité de la structure de financement des entreprises s'explique par deux causes principales : la faiblesse du taux d'auto-financement qui ne dépasse pas 10 % et l'étroitesse du marché financier domestique, les ménages marocains ayant une forte préférence pour les placements liquides et immobiliers.

– Par ailleurs, l'activité financière est largement contrôlée par les pouvoirs publics : la plupart des institutions bancaires (les plus importantes) sont placées sous le contrôle de l'Etat ; les taux d'intérêt sont en grande partie administrés ; l'encadrement des crédits « imposé » par les autorités monétaires est le principal instrument de contrôle monétaire.

Dans ce contexte d'économie administrée, la concurrence entre les institutions financières est faible, d'autant que l'activité bancaire est concentrée entre un nombre limité d'établissements.

Pour faire face aux défaillances d'un tel système, le Maroc, aidé par la Banque mondiale et le FMI, va s'engager dans un processus de libéralisation financière pendant la période allant de 1983 à 1996 afin de réformer son système financier.

Cette libéralisation a été progressive et s'est traduite principalement par :

- la libéralisation de l'activité bancaire et celle de taux d'intérêt (débiteurs et créditeurs) ;
- la réforme des marchés de capitaux.

### 1.1. La libéralisation des taux d'intérêt et de l'activité bancaire

Afin de permettre aux banques d'effectuer une allocation de leurs ressources sur la base des mécanismes de marché et de stimuler la concurrence entre elles, en ce qui concerne à la fois la mobilisation de l'épargne et son affectation, des mesures visant à réduire les emplois obligatoires des banques et à libéraliser les taux d'intérêt ont été introduites dès 1991.

#### La réduction importante des emplois obligatoires

Pour restituer aux banques commerciales le pouvoir de gérer leurs actifs selon les règles du marché, les autorités monétaires marocaines ont pris des mesures en vue d'assouplir progressivement les emplois obligatoires bancaires jusqu'à leur disparition à moyen terme (2). Ces mesures ont concerné :

- la réduction progressive, puis la suppression en 1998 du plancher d'effets publics ;
- la réduction progressive, puis la suppression en avril 1994 des coefficients d'emplois obligatoires en crédits à moyen terme réescomptables, en crédits au logement et en créances nées à l'étranger ;
- la réduction du coefficient d'emploi en bons CNCA de 3,5 % à 2 %.

(1) L'appellation d'économie d'endettement donnée au système financier marocain est donc largement justifiée.

(2) De plus, elles ont décidé de lever l'encadrement du crédit à partir de janvier 1991.

Ainsi, à la fin des années quatre-vingt-dix, les emplois obligatoires des banques ont baissé de 53 % à 3 % de leurs exigences.

Si l'assouplissement de tels emplois s'inscrit dans le cadre de la libéralisation progressive de l'activité bancaire, cette dernière implique, entre autres, le désencadrement du crédit bancaire. A cet égard, rappelons que l'instrument de l'encadrement du crédit a été utilisé au Maroc à deux reprises : de 1969 à 1972, puis de 1976 à 1991. Les autorités monétaires ont décidé sa levée pour au moins deux raisons : d'abord un tel système a introduit des rigidités qui ont affecté les activités des banques les plus dynamiques en faussant le jeu de la concurrence ; ensuite, il est devenu inefficace au niveau du contrôle monétaire puisque la plupart des crédits sont devenus désencadrés.

### **La libéralisation progressive des taux d'intérêt**

Même si une certaine flexibilité dans la détermination des taux d'intérêt avait été introduite dès la deuxième moitié des années quatre-vingt, l'année 1991 constitue le point de départ d'un véritable processus de libéralisation des taux débiteurs et créditeurs.

Pour ce qui est des taux créditeurs, leur libéralisation a été achevée en 1992 à l'exception des taux servis sur les comptes sur carnet qui demeurent réglementés par souci de protéger la petite épargne et les dépôts à vue qui ne sont toujours pas rémunérés.

Cependant, les taux débiteurs sont demeurés soumis, jusqu'à fin janvier 1996, à un plafond fixé par les autorités monétaires par référence aux conditions du marché et ce, afin d'éviter une flambée des taux que le désencadrement aurait pu provoquer.

C'est en février 1996, avec le développement de financements alternatifs et concurrentiels, que les autorités monétaires ont décidé de supprimer ce plafond, consacrant ainsi la libéralisation totale des taux débiteurs.

### **1.2. La réforme des marchés des capitaux**

La réforme du marché des capitaux, engagée depuis 1993, visait essentiellement à moderniser la place de Casablanca et à diversifier les produits offerts en vue de permettre à tous les opérateurs économiques de pouvoir arbitrer entre les titres longs et les titres courts dans la composition de leur portefeuille. A cet effet, la réforme a porté tant sur le marché financier que sur le marché monétaire.

La réforme du marché financier s'est déroulée en deux étapes :

- en 1993, trois textes de lois ont été adoptés, relatifs à la bourse des valeurs de Casablanca (BVC), aux OPCVM et au CDVM ;
- en 1997, deux nouveaux textes ont été adoptés. Le premier a mis l'accent sur le renforcement du rôle du marché central, la création d'un second marché pour les PME et enfin l'amélioration de la protection des

investisseurs. Quand à la seconde lois, elle a introduit deux innovations : l'institution d'un nouveau régime de détention des valeurs mobilières inscrite à la cote officielle (inscription en compte courant) et la création d'un dépositaire central.

La réforme du marché monétaire s'est effectuée, quant à elle, à travers la dynamisation du marché des adjudications des bons du trésor, d'une part, et la création d'un nouveau compartiment, en l'occurrence le marché des titres de créances négociables (TCN), d'autre part.

– Les réaménagements du marché des adjudications ont porté notamment sur une plus grande ouverture de celui-ci, la standardisation et la diversification des titres et la désignation d'intermédiaires en valeurs du trésor.

– La mise en place du marché des TCN en 1995 avait pour but d'élargir la gamme des instruments de placement offerts aux investisseurs et de développer les sources de financement alternatifs pour les entreprises. Les titres nouvellement introduits sont les certificats de dépôts, les bons des sociétés de financement et les billets de trésorerie.

## 2. Impact monétaire de la libéralisation financière

On peut s'attendre à ce que la monnaie soit plus étroitement liée à la demande nominale en régime de réglementation, lorsque le choix des instruments financiers liquides est très limité et qu'il y a encadrement des taux ou rationnement du crédit. En pareille situation, le rythme autorisé d'expansion des bilans bancaires aura vraisemblablement une influence déterminante sur la liquidité de l'économie (et donc sur les dépenses). De fait, la fixation des normes de croissance pour les agrégats monétaires est devenue une pratique très courante durant les années soixante-dix et le début des années quatre-vingt dans la plupart des pays industrialisés (USA, Europe...). Cette même pratique a toujours été utilisée au Maroc et continue de l'être même de nos jours, étant donné le type d'environnement financier prédominant (3).

Sous l'effet de la libéralisation financière, la monnaie a tendance à perdre son rôle d'indicateur et/ou d'objectif intermédiaire de la politique monétaire. A mesure que les imperfections des marchés de capitaux et de crédits s'atténuent, les moyens de financement des dépenses se multiplient. De plus, les cloisons entre les banques et les autres institutions financières ont tendance à disparaître. On assiste à une prolifération d'actifs ayant des caractéristiques similaires à celles de la monnaie. La redéfinition des agrégats monétaires en 1997 au Maroc, et bien avant en France par exemple, n'est pas étrangère à ce large mouvement.

Assujetties à une concurrence accrue pour la collecte des dépôts dans un univers libéralisé, les banques sont incitées à rémunérer les dépôts à des taux attractifs, et les motifs de détention d'encaisses se rapprochent de plus en plus de ceux propres à d'autres éléments du patrimoine, le motif de

(3) A noter par la même occasion que l'on s'est largement fondé sur l'évolution de ces mêmes agrégats monétaires pour déterminer si la politique économique prenait une tournure trop laxiste ou trop restrictive.

transaction jouant de moins en moins. Dans ces conditions, l'étroite relation entre la monnaie et la demande nominale (préalable important pour la fixation des normes de progression des agrégats monétaires) n'est plus évidente, car les entreprises et les ménages mettent à profit les nouvelles possibilités de gestion de leurs liquidités, et la fonction de demande de monnaie se modifie avec la mise en place de nouveaux produits financiers (4).

De nombreuses études montrent que de telles modifications se sont produites dans plusieurs grands pays de l'OCDE à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt (5). Ce phénomène est presque toujours attribué à la libéralisation du système financier. Mais les enseignements à en tirer ne sont pas toujours les mêmes selon les pays, d'une part, et selon que cette évolution a un caractère temporaire ou durable, d'autre part.

C'est ce que nous nous proposons de vérifier dans le cas particulier de l'économie marocaine.

2.1. Relations à long terme entre la monnaie et le revenu

Si la déréglementation financière déclenche un processus durable d'innovations, le risque est grand de ne pas relever une relation stable entre la monnaie et le revenu, même à long terme. Certaines techniques statistiques récentes dites de « cointégration » permettent de savoir directement s'il existe une tendance longue à l'équilibre entre deux ou plusieurs variables, en l'occurrence la masse monétaire et le revenu nominal. Grâce à ces techniques, on peut examiner s'il existe une combinaison linéaire des larges fluctuations de la monnaie et du revenu nominal telle que ces fluctuations s'annulent. Dans un tel cas, les erreurs à court terme résiduelles ou les écarts par rapport à la relation à long terme devraient en définitive disparaître.

Ces tests ont été appliqués à des données marocaines trimestrielles, aussi bien en ce qui concerne le revenu (Y) que la masse monétaire (M). En outre, deux définitions de cette dernière variable ont été retenues : une définition étroite (M1) et une définition large (M2).

Les résultats de ces tests sont les suivants :

Tableau 1  
Cointégration entre M et Y :  
Test CRDW et ADF (1983-1998)

M1		M2	
CRDW *	ADF **	CRDW	ADF
0,24	- 0,02	0,140	- 0,11
0,25	(1,6)	0,141	(3,4)

\* CRDW : cointégration régression durbin-watson.

\*\* ADF : augmented dicky-fuller.

(4) A noter qu'outre cet aspect relatif au changement de nature de la fonction de demande de monnaie, il a été largement prouvé que la stabilité même de celle-ci est remise en cause par le processus de libéralisation financière. C'est cette seconde hypothèse que l'on tentera de vérifier par la suite.

(5) Cf. notamment Goldfeld (1976), Friedmann (1988) et Laidler (1984).

(6) Les valeurs critiques utilisées pour le test  $crdw$  et le test  $adf$  sont fournies par Engle et Granger (1987), soit : 0,386 et 2,76 respectivement. Si le résultat obtenu est supérieur à la valeur critique, l'hypothèse nulle d'absence de cointégration doit être rejetée.

(7) Cf. Suzuki (1989) et Friedmann (1989).

(8) Cf. Ait Oudra, *les Modèles VAR cointégrés. Application à quelques variables macro-économiques marocaines*, Mémoire de DES, sept. 1997, p. 101, université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Fès.

(9) Ces résultats peuvent être confirmés davantage par les tests de non-stationnarité de Dickey-Fuller, cf. Ait Oudra, *op. cit.*

Ces résultats sont très nets en ce sens qu'il ne font pas apparaître de relation à long terme entre  $Y$  et  $M$  quelle que soit la définition retenue de celle-ci. En effet, l'hypothèse de la non-intégration est largement acceptée au seuil de signification de 5% (6). Il ne faut donc pas s'attendre à enrayer la croissance à long terme du revenu nominal en essayant de maîtriser l'expansion de la masse monétaire, même sur très longue période, ce qui confirme l'idée que la libéralisation et/ou l'innovation financière en cours distendent cette relation.

## 2.2. Relations à court terme entre la monnaie et le revenu

L'absence d'une relation à long terme entre la monnaie et le revenu ne signifie pas nécessairement l'absence de relations à court terme, celles-ci pouvant être utiles pour les responsables de la politique monétaire en tant qu'indicateurs et en tant que mécanismes de transmission. On aura, par exemple, une telle relation en présence d'une demande d'encaisses répondant à une modification des besoins de transaction (motif de transaction) sans que cela présuppose une demande à long terme de portefeuille (motif de portefeuille). De ce point de vue, on peut rechercher s'il n'existe pas une relation simple entre les variations courantes et les variations décalées d'un groupe de variables, sans partir de l'idée qu'il existe une relation d'équilibre à long terme ; autrement dit, on peut recourir à des techniques d'auto-régression vectorielles (VAR) sur des variables différenciées (7).

Ces techniques vont être appliquées à la monnaie, au revenu nominal et à deux principaux prix financiers : le taux d'intérêt et le taux de change.

Cependant, comme l'étude de la stationnarité des séries est l'une des étapes les plus importantes de cette application, nous nous sommes intéressés à celle-ci, car elle conditionne, en grande partie, l'étude des relations causales et la bonne spécification du modèle VAR (8).

### Etude de la stationnarité des séries

L'examen des graphes des séries brutes, des séries transformées et des auto-corrélations nous permet de dire que toutes les séries, à l'exception du taux de change ( $e$ ), sont non-stationnaires en niveau avec et sans constante, avec et sans trend.

Cependant, les résultats obtenus en effectuant des transformations de type différence première de chaque série permettent d'avancer que toutes les séries sont stationnaires (9).

### Etude des relations causales

Les résultats des tests de causalité au sens de Granger, à l'aide de « F-statistic », entre  $M1$  et  $M2$ , d'une part, et le revenu ( $Y$ ), d'autre part, permettent de conclure à l'inexistence de liens de causalité dans les deux sens.

L'équation testée est de type :

$$\Delta Y_t = \alpha + \sum \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \sum \beta_i \Delta m_{t-i} + \sum \gamma_i \Delta r_{t-i} + \sum \phi_i \Delta e_{t-i} + e$$

– L'hypothèse testée  $H_0 : B_i = 0$  (c'est-à-dire que la monnaie n'explique pas le revenu).

– L'hypothèse inverse fut également testée, et elle a abouti au même résultat. Les « F-statistics » correspondant à chacune de ces relations causales sont reportés dans les deux tableaux suivants :

Tableau 2

	M1	M2
Y	(1,72)	(1,39)

Tableau 3

	Y
M1	(0,63)
M2	(1,05)

Le résultat entre parenthèse indique la statistique de Fisher ; le seuil d'acceptation retenu est de 10 % au maximum, et le nombre de retard, étant de 4 trimestres.

Une remarque fondamentale qui reste à faire est que ces résultats dépendent d'abord de la taille de l'échantillon considéré, des retards pris en considération (ici 4 trimestres) et des seuils de signification choisis.

### 2.3. De la stabilité de la demande de monnaie

Depuis le milieu des années soixante-dix, un grand nombre de pays ont défini des objectifs intermédiaires sous forme d'un taux de croissance annuelle fixée à un agrégat monétaire.

Cette politique avait pour but de fournir un cadrage aux évolutions nominales et d'agir favorablement sur la formation des anticipations des agents économiques.

On sait que, pour jouer leur rôle, les objectifs intermédiaires doivent remplir au moins deux conditions : être reliés de manière stable (et si possible avancée) à l'objectif final et être sous le contrôle des autorités monétaires.

Or, comme l'ont montré plusieurs études, la stabilité des agrégats monétaires jouant le rôle d'objectif intermédiaire a été largement compromise à la suite du processus de libéralisation et d'innovation financières (10). En effet, un tel processus a eu pour effet de brouiller la frontière entre monnaie et titres et de faciliter la substitution entre eux à l'intérieur du portefeuille des agents économiques du secteur privé.

Dans le cas du Maroc, l'estimation de la fonction de demande de monnaie de type  $M = f(Y, r, e)$  sur la période 1983-1998 en données trimestrielles

(10) Cf. Auboin M. (1989), « Le contrôle de la demande de monnaie, déréglementation et compétitivité bancaire : une étude comparative »,

*Economie appliquée*, n° 2, 1989.

(où M est la monnaie au sens large ; r le taux d'intérêt du marché monétaire et e le taux de change du dirham contre la dollar USA) nous a permis d'obtenir les résultats relatifs à la stabilité des coefficients de la régression selon la méthode de Show.

Le test d'hypothèse effectué est le suivant :

$H_0$  :  $SCR(PT) = SCR(SP1) + SCR(SP2)$  d'où stabilité.

$H_1$  :  $SCR(PT) = SCR(SP1) + SCR(SP2)$  d'où rejet de la stabilité (11).

Ce test est basé sur la statistique  $F^*$  qui, sous  $H_0$ , suit une distribution de Fisher à  $(k+1)$  et  $(n-2(k+1))$  ddl (le degré de liberté).

Si  $F^*$  (calculé ou empirique) (12) est inférieur à F (tabulé ou théorique) :  $H_0$  est acceptée. Si  $F^*$  est supérieur à F :  $H_0$  est rejetée.

Dans notre cas et d'après les calculs, on a  $F^* = 62$ , soit une valeur largement supérieure à  $F = 2,76$ , d'où la non-stabilité du modèle sur la période totale.

## Conclusion

A la lumière des résultats précédents, on peut dire que la monnaie ne semble pas avoir joué un rôle précurseur par rapport au revenu sur la totalité de la période retenue (1983-1998). L'estimation de la relation inverse conduit au même résultat.

La comparaison de ces résultats à ceux des pays qui ont été plus loin dans la libéralisation laisse apparaître que, dans ces derniers, au moins un type d'agrégat monétaire a eu un rôle précurseur par rapport au revenu nominal pendant un certain temps (13). Les résultats obtenus pour le Maroc nous paraissent quelque peu surprenants lorsqu'on sait que, d'une façon générale, dans les pays qui se caractérisent par une innovation financière mois poussée, les agrégats monétaires ont préfiguré à court terme, de façon plus fiable, le revenu nominal.

En conséquence, le principal problème auquel les autorités monétaires marocaines sont confrontées est celui du choix des indicateurs de politique monétaire, surtout s'ils doivent aussi fournir le support d'objectifs intermédiaires. On sait que ces derniers doivent posséder au moins deux caractéristiques : être reliés de manière stable à l'objectif final et être contrôlables par les autorités. Les variables choisies à cette fin sont généralement des agrégats de monnaie. Or, la libéralisation financière semble avoir compromis la stabilité de ces agrégats en élargissant les possibilités de placement et d'endettement et en allégeant les contraintes budgétaires auxquelles les agents sont soumis. Ceci pose le problème de la pertinence des références utilisées et de leur compatibilité avec les moyens d'action disponibles.

(11) SCR : somme de carrés de résidus ; PT : période totale (1983-1998) ; SP1 : sous-période 1 (1983 à 1990) ; SP2 : sous-période 2 (1991-1998).

(12)  $F^* = (SCR - (SCR + SCR)/ddln(SCR + SCR)/ddld)$

(13) C'est le cas des USA jusqu'à la fin de 1970 et du Japon pendant la décennie 70 et la décennie 80 (voir Friedman et autres...).



## Références bibliographiques

- Ait Oudra (1997), *les Modèles VAR cointégrés, application à quelques variables macro-économiques et sociales*, Université Sidi Mohamed Ben Abdellah, Fès.
- Auboin M. (1989), « Le contrôle de la demande de monnaie, déréglementation et compétitivité bancaire : une étude comparative », *Economie appliquée*, n° 2.
- Engel R.F., Granger J. (1987), « Cointegration and error correction : Estimation and testing », *Econometrica*, vol. 55.
- Friedman B.M. (1988), « Lessons on monetary policy from 1980 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2.
- Friedman B.M. (1989), « Effect of monetary policy on real economic activity », *FRBKC Activity*, vol. 2.
- Goldfeld S.M. (1976), « The case of missing money », *Brooking Papers on Economic Activity*, n° 3.
- Laidler D. (1984), « The buffer stock notion in monetary economics », *Economic Journal*, vol. 94.
- Suzuki Y. (1989), « Targets and operation procedures of japanese monetary policy in the 1990s », *FRBKC*.