

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

1 / 186

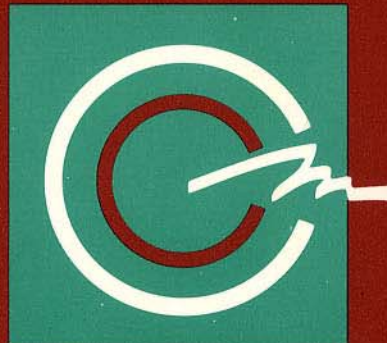
ppag____1dc_qu

384 cm²

Pas
de

1993 : La relance économique vers un nouveau style de Casablanca ?

Rencontres
Centre Marocain de
CONJONCTURE



LA RELANCE
ECONOMIQUE
VERS UN
NOUVEAU
STYLE DE
CROISSANCE ?

JOURNEE D'ETUDE
ET DE REFLEXION
CASABLANCA, LE 15 OCTOBRE 1993

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

70 / 186

ppag____pin_qu

195 cm²**Sommaire**Pas
deFINANCEMENT DE LA RELANCE ET
ENJEUX DE LA POLITIQUE MONETAIRE**RAPPORTEUR :**
MME NEZHA
LAHRICHICENTRE MAROCAIN DE
CONJONCTURE

SOMMAIRE

INTRODUCTION : QUELQUES ÉLÉMENTS DES DIVERGENCES DU DÉBAT THÉORIQUE

1- L'INFLATION : QUELLE ORIGINE ?

2- LA STABILITÉ MONÉTAIRE SUFFIT-ELLE À ASSURER LA REPRISE D'UNE CROISSANCE DURABLE ?

I- LES ENJEUX DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

I-1- LES MARGES DE MANOEUVRE POUR UN ASSOUPPLISSEMENT DES TAUX D'INTÉRÊT.

I-2- L'ESSOR DES FINANCEMENTS DE MARCHÉ, CONDITION DE LA FLEXIBILITÉ DES TAUX D'INTÉRÊT.

I-3- VERS UN RÔLE PLUS ACTIF DES BANQUES DANS LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS ?

II- LE DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ FINANCIER : LE DÉFI DE LA CONSOLIDATION DE L'ÉPARGNE

II-1- UNE POLITIQUE DE HIÉRARCHIE DES TAUX D'INTÉRÊT AVEC UNE FISCALITÉ FINANCIÈRE ADAPTÉE.

II-2- DES INNOVATIONS FINANCIÈRES PROPORTIONNÉES AU NIVEAU DU DÉVELOPPEMENT DE L'ÉCONOMIE MAROCAINE.

CONCLUSION : DÉFIS À RELEVER, ÉCUEILS À ÉVITER !

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

71 / 186

ppag____pin_qu

144 cm²Pas
de**Introduction : Quelques éléments des divergences du débat théorique****INTRODUCTION : QUELQUES ÉLÉMENTS DES
DIVERGENCES DU DÉBAT THÉORIQUE**

Même si les références de la politique économique ne sont plus aussi certaines, même si les vérités sont loin d'être acquises comme en témoigne tous les débats sur les objectifs à poursuivre ou les instruments à utiliser, il est difficile de se passer de schémas recherchant une action sur l'économie et de ne pas opérer de choix pour orienter l'activité économique dans une direction jugée souhaitable.

La nécessité d'instruments plus structurels visant à assurer des modifications ou des ajustements dans le fonctionnement de l'économie n'est plus à démontrer. Mais toute politique structurelle ne doit pas reléguer au second plan l'usage d'instruments conjoncturels pour remonter la pente de la croissance.

Les politiques économiques conjoncturelles, quelque soit leur champ d'application, font généralement référence à deux instruments : la politique budgétaire et la politique monétaire. La première concerne les variations des dépenses et recettes publiques, la seconde regroupe les actions à mener à travers le montant et le coût de la monnaie. Si la capacité de contrôler l'économie a longtemps été assimilée à celle d'activer le budget, l'émergence de déséquilibres budgétaires avec toutes leurs conséquences a fait pencher le balancier du côté de la politique monétaire devenue l'instrument privilégié.

L'usage d'un instrument ou de l'autre n'est jamais exclusif tant les limites des politiques d'inspiration aussi bien étatique que libéral ont été posées. Les schémas sont plus complexes que les stéréotypes auxquels il est souvent fait référence. La politique mixte (policy mix) traduit cette complication à condition qu'elle ne se ramène pas à des dosages entre budget et monnaie mais en lui associant d'autres volets de la politique économique : politique des revenus, de change etc...

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

72 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ?****Quels sont les termes du débat ?****1. L'INFLATION : QUELLE ORIGINE ?**

La politique monétaire d'inspiration libérale repose sur une proposition cardinale, la stabilisation du niveau des prix : toute expansion monétaire est considérée comme la cause de l'inflation ; celle-ci perturbe le fonctionnement correct de l'économie de marché et dérègle le système des prix relatifs comme mécanisme de transmission de l'information juste. La politique monétaire peut donc contrôler le taux de croissance du stock nominal de monnaie et juguler l'inflation. La règle étant de faire croître de façon régulière la quantité de monnaie à un rythme fixé à l'avance voisin du taux de croissance de l'activité économique. Mais il convient d'apporter des compléments à la régulation monétaire en adoptant la règle de l'équilibre budgétaire : l'existence d'un déficit budgétaire conduit au problème de son financement et au risque inflationniste qui pourrait en résulter.

Quelle validité faut-il accorder à cette conception de l'inflation monétaire ?

Les tenants d'une politique interventionniste de type keynésien expliquent l'origine de l'inflation par le niveau des coûts de production ; cette inflation « réelle » appelle des solutions du côté de la politique des prix et des revenus. En outre, certaines expériences ont montré que le laxisme de l'émission monétaire n'est pas une condition nécessaire de l'inflation ; inversement, la rigueur monétaire n'est pas suffisante pour endiguer l'inflation. Quant à la liaison déficit budgétaire-inflation, elle inspire les mêmes réticences : le déficit budgétaire ne paraît pas être une condition nécessaire de l'inflation comme le montre la situation actuelle des Etats-Unis et de l'Europe des douze : leur dérive budgétaire se conjugue plutôt avec une désinflation.

A Supposer que la question de la hausse des prix soit tranchée, la deuxième question qui interpelle est la suivante:

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

73 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de

Quels sont les termes du débat ? (suite)

2. LA STABILITÉ MONÉTAIRE SUFFIT-ELLE À ASSURER LA REPRISE D'UNE CROISSANCE DURABLE ?

Pour les monétaristes, un contexte de faible inflation permet de maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau, le redressement de la production et de l'emploi pourrait s'annoncer plus ou moins spontanément; autrement dit les mécanismes automatiques du marché sont capables de rétablir l'équilibre ; mais avant d'arriver à cette situation, il a fallu que la politique monétaire soit restrictive avec des taux d'intérêt élevés et une limitation de la masse monétaire ; or toute politique de désinflation risque d'être une politique déflationniste diminuant les dépenses et par suite le niveau de l'activité ; l'austérité est plutôt préjudiciable à une relance de l'investissement et de la consommation, c'est à dire de la demande, alors que pour les keynésiens cette dernière est le déterminant central d'une croissance durable équilibrée : il revient à l'Etat, en période de crise, de mettre en oeuvre une politique de relance par la demande privée et publique ; en particulier, il s'agit de réanimer l'investissement privé, par une politique monétaire expansive en abaissant le taux d'intérêt, et l'investissement public par une politique budgétaire active de dépenses publiques.

Le succès en matière de prix ne doit pas se faire au prix de lourds sacrifices en matière de production et d'emploi, ce qui accrédite l'idée de la nécessité d'un minimum d'inflation pour stimuler l'activité productive. Le risque serait l'existence d'une « trappe à monnaie » susceptible d'absorber sous forme de thésaurisation ou d'alimentation du secteur spéculatif les moyens de paiement supplémentaires ; il y aurait par conséquent insensibilité de l'investissement au taux d'intérêt.

Ce survol volontairement schématique, pour tenter de clarifier un débat plutôt confus, vise à montrer que le choix d'instruments dont disposent les responsables de la politique économique nécessite un arbitrage permanent mais articulé à partir d'une échelle des priorités.

La politique économique marocaine, depuis le programme d'ajustement structurel, peut être ramenée à la suppression des déséquilibres extérieurs, budgétaires

74 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)**

et à la maîtrise des tensions inflationnistes pour maintenir une relative stabilité du taux de change réel de la monnaie nationale. Autrement dit l'objectif est de maintenir une politique macro-économique adéquate qui permettrait aux investisseurs étrangers et aux prêteurs internationaux de considérer le Maroc comme crédible.

Le pari n'est-il pas de drainer l'épargne externe surtout celle qui n'est pas génératrice de dettes, en l'occurrence les investissements directs étrangers ?

En nous situant dans le cadre de cette stabilité macro-économique vers laquelle tend l'économie marocaine, la question qui se pose est de savoir comment mettre en oeuvre certains instruments de la politique économique pour promouvoir la relance d'une économie anémiée et pour susciter une croissance dont la régularité est devenue plus importante que le niveau.

Malgré certains conflits d'objectifs, quelles sont les mesures possibles à court/moyen terme en matière de politique monétaire ?

I- LES ENJEUX DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE**I-1. LES MARGES DE MANOEUVRE POUR UN ASSOULISSEMENT DES TAUX D'INTÉRÊT**

La politique monétaire libérale est centrée sur l'usage des taux d'intérêt et l'utilisation en parallèle de la réserve monétaire destinée à faciliter les interventions de la Banque Centrale. La levée de l'encadrement du crédit en 1991 s'est traduite par une explosion des crédits qui a nécessité le renforcement d'une politique monétaire restrictive qui s'exprime à travers des taux d'intérêt élevés. Les avances consenties aux banques par le biais du marché monétaire ont été fournies à des taux qui ont oscillé entre 13,21% et 13,41% en 1992. Au mois d'octobre 1993 ce taux s'est élevé à 13%.

Par ailleurs la nécessité de mobiliser l'épargne aussi bien locale qu'en provenance des résidents marocains à l'étranger a impliqué l'instauration de taux d'intérêt réels positifs. Or les taux débiteurs appliqués par les banques

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

75 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de

Quels sont les termes du débat ? (suite)

sont fixés par rapport aux taux créditeurs : le taux de référence est la moyenne pondérée des taux d'intérêt créditeurs servis par les Banques Commerciales au dépôt à six et douze mois. (*)

En outre, les dépôts à vue qui constituent une ressource gratuite pour les banques connaissent une décélération importante : de cinq points entre 1991 et 1992 et de 9,4 points entre 1992 et 1993.

L'ensemble de ces facteurs, taux élevés de refinancement des banques, taux d'intérêt créditeurs fortement positifs, forte décélération des dépôts à vue expliquent le niveau élevé des taux d'intérêt débiteurs. Si on ajoute l'application de la TVA et le coût d'intermédiation, la rigidité et le niveau élevé des taux débiteurs s'expliquent mais ne justifient pas dans une conjoncture déprimée.

Certes la nécessité de bien rémunérer l'épargne sans pénaliser les entreprises à travers le coût du financement constitue l'éternel dilemme des autorités monétaires mais il n'en reste pas moins que certaines dispositions pourraient être prises pour desserrer la contrainte de financement des entreprises.

Il s'agit d'une exonération de la TVA appliquée aux prêts bancaires à l'instar des crédits accordés à l'agriculture. L'effet sur les ressources du trésor serait minime.

De plus, il est possible de réfléchir **sur leur mode de calcul** : le taux plafond est déterminé à partir des taux créditeurs c'est à dire qu'on fixe d'en haut une marge d'intérêt maximale qui est en fait la marge effective surtout pour les PME, les grandes entreprises arrivent à bénéficier d'un taux proche de celui du coût de refinancement sur le marché monétaire.

Les taux débiteurs pourraient être liés aux taux du marché monétaire ou du marché financier, le taux des obligations par exemple, mais cela suppose le développement des marchés de capitaux.

(*) Le taux de référence s'est élevé au mois de septembre de l'année en cours à 11,64%, augmenté de 25% il donne le taux maximum affiché pouvant être appliqué aux entreprises : 14,14% hors TVA pour le mois pris en considération, taux auquel il faut ajouter le coût d'intermédiation.

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

76 / 186

ppag____pin_qu

153 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)****I-2. L'ESSOR DES FINANCEMENTS DE MARCHÉ,
CONDITION DE LA FLEXIBILITÉ DES TAUX D'INTÉRÊT**

Le marché monétaire permet aux opérations mettant en jeu les intermédiaires financiers d'être traitées de plus en plus à des conditions de marché ; le marché financier facilite le développement des financements directs et rapproche le coût du crédit des taux pratiqués sur ce marché nécessairement plus bas, d'une part, parcequ'ils ne sont pas grévés du coût d'intermédiation et, d'autre part, le financement de l'économie s'opère par la mise en circulation de titres ; l'ajustement entre les quantités offertes et demandées s'effectue par des variations de taux d'intérêt qui est flexible.

Il faut préciser que ce type de mutations en vue du développement des financements de marché s'opère de façon progressive et seulement partielle. Le développement des actifs négociables et des marchés n'implique pas nécessairement un recours accru aux financements directs aux dépens de l'activité des intermédiaires financiers pour deux raisons principales :

■ Les émissions de titres seront le fait, également ; des institutions financières et pourraient donc servir à des opérations d'intermédiation. Les banques sont notamment appelées à émettre des obligations.

■ A supposer que les banques connaîtraient un ralentissement de leurs activités de crédit, elles auraient toujours la possibilité d'accroître leurs engagements sur les marchés financiers en acquérant des titres émis par les entreprises.

En définitive, une défiscalisation des taux d'intérêt et un changement de leur mode de calcul lié au développement des marchés des capitaux sont à même de conduire à court/moyen terme à un abaissement de ces taux avec l'espoir d'alléger les difficultés de trésorerie des entreprises. Mais la question centrale reste la mobilisation de ressources pour le financement des investissements

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

77 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)****I-3. VERS UN RÔLE PLUS ACTIF DES BANQUES DANS LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS**

La banque est une institution financière qui s'interpose entre les prêteurs et les emprunteurs ; de ce fait, elle transforme les dépôts en actifs portant des rendements, des durées et des risques éventuellement différents.

Au Maroc, l'épargne constituée auprès des institutions financières est plutôt liquide et les fonds placés ne changent pas la durée des dépôts collectés.

En effet les banques se sont consacrées principalement au financement court dont la proportion a longtemps représenté près de 90 % de l'ensemble des crédits accordés. Actuellement ce pourcentage a tendance à diminuer (77% en 1992). Malgré cette évolution les banques n'opèrent pas de transformation de liquidités des échéances en prêtant à moyen ou long terme des ressources à terme plus court ou à vue : En 1992, les dépôts à terme auprès des banques de dépôts se sont élevés à 36,5 milliards de DH au moment où les crédits à moyen et long terme n'ont pas dépassé 14 milliards.

L'échéance des emplois est en moyenne plus courte que celle des ressources qui ont des termes relativement courts : dépôts à vue et à terme (6 et 12 mois).

Compte tenu de la préférence des épargnants pour l'épargne liquide, il est normal qu'une partie des crédits bancaires financent les investissements. La procédure utilisée en général repose sur le crédit à moyen terme réescomptable qui s'opère dans un cadre réglementaire pour limiter les inconvénients qui entachent cette technique du crédit. Deux risques peuvent être évoqués : un risque de taux d'intérêt et un risque d'échéance ou risque d'illiquidité.

- s'agissant du risque de taux, surtout parceque les taux variables ont été adoptés, la rigidité du coût des ressources rend les banques vulnérables à une baisse des taux. Plus tard avec les développements des marchés, les banques pourraient réduire ces risques en les couvrant sur des marchés.

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

78 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)**

- mais le risque d'illiquidité apparaît dans la phase actuelle comme le plus préoccupant parce qu'il peut dégénérer en une création monétaire étant donné que les crédits à moyen terme sont réescomptables auprès de la Banque Centrale.

Le financement monétaire de l'investissement apparaît souhaitable mais il est contestable s'il conduit à une création monétaire inflationniste.

Comment limiter ce risque et maintenir le niveau d'inflation à un seuil tolérable c'est à dire un taux d'inflation national qui n'augmente pas plus vite que chez les partenaires ?

1. Il faut définir le degré de transformation optimal pour ne pas dépasser le seuil inflationniste autorisé.

2. En évitant une alimentation financière du secteur informel et de la spéculation : la spéculation immobilière explique en partie la divergence observée en 1992 entre la progression de la masse monétaire et celle du PIB nominal.

3. Le développement des crédits à moyen et long terme pour financer les investissements va atténuer la pression exercée sur la demande de crédit à court terme car c'est leur insuffisance qui oblige les entreprises à avoir recours de façon excessive au financement à court terme.

L'expérience de plusieurs pays (*) montre que cette solution a eu deux avantages :

1. Le développement du crédit à moyen terme réescomptable peut jouer un rôle éducatif vis à vis des banques de dépôts appelées à jouer un rôle déterminant dans la promotion de l'investissement par les prises de participation.

(*) En France après avoir connu une forte croissance au cours de la décennie 70, le crédit à moyen terme mobilisable a diminué au cours de la décennie suivante : de 1980 à 1987, il est passé de 31,5 à 14,3 milliards de Francs.

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

79 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)**

2. Elle permet de dégager de nouvelles sources pour le financement des investissements avant que les marchés financiers ne prennent en partie la relève. L'intensité de la transformation s'atténue au fur et à mesure qu'il y aura moins d'épargne liquide à transformer parce que les marchés contribueront à rapprocher les demandes et offres de fonds et l'ajustement du système reposerait moins sur la création monétaire. D'où la nécessité de la dynamisation du marché financier qui devrait répondre en premier lieu à l'objectif de mobilisation de l'épargne.

II- LE DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ FINANCIER : LE DÉFI DE LA CONSOLIDATION DE L'ÉPARGNE

La mobilisation de l'épargne intérieure pour le financement de la croissance est une nécessité que la question de l'endettement extérieur a mis en évidence. La responsabilité de la politique des taux d'intérêt dans cette mobilisation a été admise et a impliqué le passage à des taux d'intérêt réels positifs (taux nominaux supérieurs au taux d'inflation).

Si cette condition est nécessaire, elle n'est pas suffisante et doit être complétée par d'autres mesures surtout lorsque le marché financier est sollicité comme levier ; il s'agit de la hiérarchisation des taux d'intérêt, qui doit être soutenue par une fiscalité financière incitative, et de la diversification du menu d'actifs financiers.

II-1. UNE POLITIQUE DE HIÉRARCHIE DES TAUX D'INTÉRÊT AVEC UNE FISCALITÉ FINANCIÈRE ADAPTÉE

La hiérarchisation des taux d'intérêt implique un écart suffisant entre les taux à long terme et les taux à court terme. A titre d'exemple le taux de référence pour le plafond des taux débiteurs s'est élevé en moyenne à 15,14% ; ce taux est la moyenne pondérée des taux d'intérêt créditeurs servis par les banques commerciales aux dépôts à 6 et 12 mois. Quant aux bons du trésor à cinq ans, leur taux de rémunération est de 13% ; les obligations émises par la OFS ont un rendement de 12,75% pour une échéance de 10 à 15 ans..

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

80 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)**

Cette hiérarchie favorise les placements à court terme et n'incite pas à la prise des risques de taux d'intérêt et d'illiquidité. Il est nécessaire, par conséquent, de mettre en oeuvre soit une remontée des taux à long terme pour bien rémunérer les placements obligataires et les fonds propres, soit une baisse des taux à court terme par les moyens évoqués dans le cadre de cet exposé.

Quant à l'arme fiscale, elle doit être utilisée pour respecter la hiérarchie des taux d'intérêt, voire accentuer l'écart entre taux à long terme et à court terme de façon à remplacer **le clivage entre trésor et autres emprunteurs par le clivage entre placements à court terme et placements à moyen et long terme.**

La fiscalité financière peut également jouer un rôle dans la promotion des innovations financières jugées comme étant une réponse à certaines contraintes identifiées.

II-2. DES INNOVATIONS FINANCIÈRES PROPORTIONNÉES AU NIVEAU DU DÉVELOPPEMENT DE L'ÉCONOMIE MAROCAINE.

L'essor du marché financier suppose que soit identifié le processus qui conduit à lui donner une surface adéquate et une liquidité suffisante indispensable au maintien de la confiance des épargnants, d'où le choix judicieux d'instruments financiers adaptés à la phase d'émergence du marché financier.

1. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) constituent, à juste titre, un axe privilégié de la réforme du marché financier. Qu'ils prennent la forme de société d'investissement à capital variable (SICAV) ou de Fonds Communs de Placement (FCP) - gestion de valeurs mobilières et de liquidités pour les premiers, copropriétés pour les seconds - ces organismes financiers présentent un grand intérêt : celui de mutualiser et de diversifier les risques : ils permettent aux épargnants qui n'ont ni expérience ni information, de faire fructifier leurs fonds sur la base du principe de répartition des risques ; l'autre avantage de cette formule est sa liquidité c'est à dire que toutes les demandes de rachat exprimées par les porteurs d'actions ou d'obligations sont satisfaites.

Ces OPCVM classiques ont plus de chance de se déve-

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

81 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)**

opper que les SICAV à court terme (liquidités) qui supposent une large ouverture du marché monétaire et un degré élevé de sophistication financière.

Cependant, même la promotion des SICAV et des FCP classiques bute sur un cercle vicieux qui restera à surmonter : si les OPCVM constituent un soutien indispensable dans la phase d'émergence du marché financier, ils ne peuvent eux mêmes émerger que si le marché des capitaux connaît un certain niveau de liquidité et de diversification des placements. Les **compagnies d'assurance** qui disposent d'une **épargne longue** et stable pourraient contribuer à briser ce cercle vicieux. La liquidité du marché financier est une question centrale, liée à la persistance de la confiance. Celle-ci est à concilier avec une exigence contradictoire : l'apprentissage progressif des risques financiers. Il est difficile d'être à la fois en faveur de l'essor des marchés de capitaux et contre les fluctuations de taux d'intérêt et de cours. Une pédagogie du risque est nécessaire : il s'agit d'éviter des à coups trop brutaux lors de la phase de démarrage qui risquent de condamner le marché boursier définitivement, d'autant plus qu'une demande potentielle existe si l'on se réfère au succès remporté par les opérations d'augmentation du capital de la Wafabank et de privatisation de la CTM/LN. (*)

2. Pour les émissions obligataires, il faut préciser que celles de l'état, jouent, jusqu'à un certain seuil un effet d'entraînement qui peut inciter d'autres emprunteurs à lever des fonds à moyen ou long terme, il s'agit d'essayer de déterminer ce seuil qui, d'ailleurs, varie d'un pays à l'autre, pour transformer l'effet d'éviction qui caractérise actuellement le marché financier en effet d'entraînement.

L'ensemble de ces éléments, qui sont autant de conditions pour encourager la demande de titres et donc la mobilisation de l'épargne par le marché financier, sont à compléter par une politique de promotion des titres.

L'offre de titres peut être alimentée par la politique de

(*) Voir Bulletin Spécial du CMC n° 9 « le marché des capitaux au Maroc page 77.

janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

82 / 186

ppag____pin_qu

162 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)**

privatisation des entreprises industrielles ou financières si l'option du marché financier est retenue comme pour la Compagnie des transports Marocains (CTM/LN).

Elle peut l'être également pour l'ouverture d'une fraction du capital des sociétés et des entreprises publiques en les y incitant par des avantages fiscaux et des garanties.

Le projet du Dahir portant loi relatif à la bourse des valeurs retient comme condition d'inscription à la côte un capital d'au moins 15 millions de DHS avec une diffusion dans le public de 20% au moins des actions représentant le capital social de la société.

Cette clause signifie que la priorité est accordée à la sous-capitalisation des grandes entreprises. Pour pallier, à celle des PME, il aurait fallu prévoir un compartiment réservé aux PME efficaces (création d'un second marché) et l'introduction d'instruments financiers hybrides qui dissocient droits pécuniaires et droits de vote et stimulent l'ouverture du capital des PME réfractaire à cette solution vu leur caractère familial (*).

CONCLUSION : DÉFIS À RELEVER, ÉCHEUILS À ÉVITER !

■ Le premier défi est celui de voir les banques s'engager plus dans les investissements tout en veillant à la stabilité et à la solidité du système financier garants de la crédibilité d'un pays. Il y a un équilibre difficile à trouver entre le besoin d'indépendance des banques commerciales et la nécessité d'une surveillance de leur gestion par la banque centrale. Ce rôle de surveillance n'est pas indépendant des choix relatifs à la sélectivité du crédit. La question qui mérite d'être soulevée est celle du rôle de la Banque centrale dans un pays en développement : devrait-il être seulement d'ordre macro-économique ?

■ Le deuxième défi est le développement des financements désintermédiés via le marché de capitaux : la réussite de cette mutation est à tester par le changement de la configuration des taux d'intérêt et la correction

(*) voir lettre du CMC n° 21 juillet 1993 : le financement des PME.

mardi 2 janvier 1993

LA RELANCE ECONOMIQUE VERS UN NOUVEAU STYLE

83 / 186

ppag____pin_qu

117 cm²Pas
de**Quels sont les termes du débat ? (suite)**

de situation de surendettement de certaines entreprises.
■ Le troisième défi est l'augmentation du volume de l'épargne et non une modification de sa structure au détriment des banques. Il s'agit de drainer les sommes thésaurisées et celles qui empruntaient des circuits à cheval entre le formel et l'informel comme c'était le cas de l'immobilier. En fait, il serait souhaitable que les agents économiques découvrent un nouveau champ de liberté : la SPHERE FINANCIERE. Toutefois l'arbitrage au détriment de l'immobilier devrait pouvoir être fait en sauvegardant le rôle économique et social que joue ce secteur.

- L'écueil à éviter est la déconnexion entre la sphère financière et l'activité réelle d'où toute la question de l'efficacité des innovations financières et leurs relations avec l'épargne et l'investissement.

Ces défis sont l'expression des difficultés de la mise en place d'un libéralisme monétaire et financier dans le cadre d'une économie ayant encore des contraintes objectives de développement.

On ne saurait demander ni à la politique monétaire, ni aux marchés financiers de se charger des problèmes non résolus du développement en créant une épargne sans revenu ou en rendant rentable ce qui ne l'est pas; mais il ne faut pas sous estimer les effets, en particulier de la politique monétaire, sur la croissance et ses possibilités d'action dans le cadre d'une politique de relance. Les instruments qu'elle utilise comportent certains risques dont l'intensité dépend toutefois des conditions qui prévalent dans l'économie : un pari ne doit pas être déclaré perdu avant d'avoir été osé !