



Document de travail

Analyse de la vulnérabilité du tissu productif marocain

Feu Sara Benazzi, Hicham Bennouna, Tomasz Chmielewski

Les opinions exprimées dans ce Document de Travail sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position de Bank Al-Maghrib. Afin de garantir une meilleure qualité et rigueur scientifique, les documents de travail publiés sont évalués par des arbitres externes, universitaires et chercheurs de banques centrales modernes.

Aucune reproduction ou traduction de la présente publication ne peut être faite sans l'autorisation des auteurs.

L'objet de la publication du présent Document de Travail est de susciter les débats et d'appeler commentaires et critiques.

Si vous avez des commentaires sur ce Document de Travail, veuillez les faire parvenir par e-mail : dr@bkam.ma

Ou par courrier à l'adresse suivante :

Bank Al-Maghrib, Département de la Recherche
277, Avenue Mohammed V - B.P 445 Rabat

Ce document peut être téléchargé sans frais par voie électronique sur : www.bkam.ma

ISSN (en ligne) : 2509-0658

Analyse de la vulnérabilité du tissu productif marocain

Feu Sara Benazzi, Hicham Bennouna¹ et Tomasz Chmielewski²

Résumé

Ce document examine la vulnérabilité financière des entreprises du secteur non financier privé marocain à travers l'élaboration d'un indice de vulnérabilité basé sur le concept de la dette à risque. La vulnérabilité est analysée par taille, âge, secteur d'activité et région, selon quatre principales dimensions, à savoir : la solvabilité, la liquidité, la rentabilité et la capacité de service de la dette. Cette étude mobilise un panel non cylindré de 306 346 entreprises non financières privées ayant déclaré leurs états comptables entre 2006 et 2019, soit près de 1 218 011 bilans au total et 86 000 entreprises en moyenne par an. Les résultats montrent que le degré de vulnérabilité des entreprises est resté relativement stable sur la période étudiée quoiqu'il ait enregistré une légère hausse à partir de 2014, en lien avec l'atonie de la croissance économique. Aussi, les jeunes entreprises et les TPME sont relativement plus vulnérables que les vieilles et les grandes entreprises.

Mots clés : Secteur non financier privé, Indice de vulnérabilité des entreprises, Dette à Risque.

Classification JEL : F34, F65, G30.

Abstract

This paper examines the financial vulnerability of the non-financial private firms in Morocco by using a corporate vulnerability index, based on the concept of the Debt-at-Risk. The vulnerability is analyzed by size, age, sector and region, according to four key dimensions: solvency, liquidity, profitability and debt service capacity. This study covers 1 218 011 balance sheets of an unbalanced panel of 306 346 non-financial private firms between 2006 and 2019. The results show that vulnerability of firms remained relatively stable over the study period although it recorded a slight increase from 2014 in line with the sluggish economic growth. Also, young firms and SMEs are relatively more vulnerable compared to older and larger one.

Keywords: Non-financial private sector, Corporate vulnerability index, Debt-at-Risk.

JEL codes : F34, F65, G30.

¹ Economiste au Fonds Monétaire International, HBennouna@imf.org. Ce travail de recherche a été réalisé lorsque l'auteur était Economiste Chercheur à Bank Al-Maghrib.

² Département de la Recherche Economique, Narodowy Bank Polski, tomasz.chmielewski@nbp.pl

Introduction

Les institutions internationales et les Banques centrales accordent une attention particulière à l'évaluation de la vulnérabilité des entreprises non financières « ENF », vu son importance notamment dans : (i) l'analyse de la transmission de la politique monétaire, (ii) la compréhension des comportements d'investissement des entreprises et (iii) le suivi et l'évaluation des risques menaçant la stabilité du système financier. Selon Acharya et al. (2015), la détérioration de la situation financière des entreprises a des effets négatifs sur tous les agents économiques. Elle impacte : (i) le secteur financier à travers l'augmentation des créances en souffrance et la dépréciation de la valeur des actifs financiers, (ii) le secteur public par la baisse des impôts et la hausse des dépenses destinées au soutien des entreprises en difficulté, (iii) le secteur réel par la décélération de l'investissement et le ralentissement de la productivité et (iv) les ménages via la hausse du taux de chômage et la baisse des revenus versés aux travailleurs.

Le Conseil de Stabilité Financière (*Financial Stability Board*) FSB (2015), a examiné la vulnérabilité d'environ 43 000 ENF publiques et privées entre 2008 et 2014 dans 15 pays émergents en se basant sur le concept de la dette à risque « *Debt-at-Risk : DaR* », à savoir la dette des entreprises qui ne sont pas en mesure de couvrir leurs charges d'intérêts par leurs résultats nets avant intérêts et taxes « EBIT ». En utilisant cette mesure de la vulnérabilité « DaR » et le même déclencheur du risque, en l'occurrence le ratio de couverture des intérêts « *Interest Coverage Ratio : ICR* »³, le FMI (2016) a estimé la DaR des ENF dans plusieurs pays émergents entre 2007 et 2016. De même, Beltran et al. (2017) ont analysé la DaR calculée sur la base de l'ICR pour 8 500 ENF publiques dans 15 pays émergents entre 2006 et 2016. Enfin, le FMI (2019a) a analysé dans son rapport de stabilité financière publié en octobre 2019, la vulnérabilité des entreprises dans plusieurs pays avancés durant la période 2010-2017, à travers le calcul de la DaR relative au ratio ICR.

Dans la même veine, Feyen et al. (2017) ont construit un indice mesurant la vulnérabilité des entreprises pour 69 pays émergents et en développement entre 2006 et 2016. L'approche utilisée consiste à construire un indice agrégé de la vulnérabilité des entreprises « *Corporate Vulnerability Index : CVI* » sur la base de la DaR, mesurée comme la dette des entreprises financièrement vulnérables, selon quatre dimensions différentes mais complémentaires, à savoir : la solvabilité, la liquidité, la rentabilité et la capacité de service de la dette. Selon cette approche⁴, le Maroc se positionne à la 20^{ème} place sur 69 pays émergents et en développement en termes de vulnérabilité des ENF. Les entreprises marocaines sont moins vulnérables que celles de la Tunisie, les Emirats Arabes Unis, l'Egypte et l'Arabie Saoudite, mais restent devancées par d'autres pays de la région, comme le Kuwait, le Qatar, la Jordanie et le Bahreïn. Toutefois, cette étude se limite uniquement aux ENF cotées à la bourse de Casablanca et par conséquent ses résultats ne peuvent pas être extrapolés à l'ensemble du tissu productif national.

A l'instar de ces travaux de recherche, ce document vise à faire ressortir les principaux faits stylisés du tissu entrepreneurial non financier privé au Maroc et à élaborer un indice de vulnérabilité des

³ Le ratio ICR est égal à l'EBIT rapporté aux dépenses d'intérêts. Ainsi, une entreprise est considérée comme vulnérable lorsque son ratio de couverture des intérêts « ICR » est inférieur à 1. Le seuil « 1 » est généralement utilisé dans les travaux analysant la vulnérabilité des entreprises.

⁴ En s'inspirant de cette approche, la Banque du Canada a publié, dans sa revue de stabilité financière de 2019, les résultats de l'analyse de la vulnérabilité menée par Grieder et Schaffter (2019) sur un échantillon de 25 000 sociétés non financières publiques et privées.

entreprises « CVI », basé sur le concept de la dette à risque « DaR ». Cette dernière est mesurée comme étant la dette associée aux entreprises vulnérables selon quatre dimensions, à savoir : la solvabilité, la liquidité, la rentabilité et la capacité de service de la dette. Ainsi, une entreprise est considérée comme vulnérable selon un indicateur, quand la valeur de ce dernier est supérieure ou inférieure à un seuil critique.

L'apport principal de ce travail réside dans la mobilisation des données bilancielle disponibles au niveau de la Centrale des Informations Financières des Entreprises Non financières « CIFEN » de Bank Al-Maghrib provenant de l'Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale (OMPIC). Ce choix permet, d'une part, de couvrir un spectre plus large des ENF constituant le secteur privé national, et d'autre part, de tenir compte de l'hétérogénéité des entreprises selon leur taille⁵, âge, secteur d'activité et région. Les analyses effectuées dans le cadre de cette étude couvrent la période allant de 2006 à 2019 et portent sur un échantillon fiabilisé de 1 218 011 bilans, soit près de 86 000 entreprises non financières « Personnes Morales » en moyenne par an⁶, représentant en moyenne 54% de l'endettement financier des ENF privées au Maroc⁷.

En termes de résultats, l'analyse des faits stylisés du tissu productif révèle qu'un processus de désendettement financier s'est amorcé à partir de 2013 particulièrement dans le secteur de l'immobilier. Une part non négligeable de l'endettement financier a été substituée par la dette commerciale chez les petites, moyennes et grandes entreprises par la dette auprès des associés pour les TPE. Aussi, près de 31% des entreprises en moyenne sur la période 2006-2019 ont contracté une dette financière, soit un niveau proche de l'estimation de l'Observatoire Marocain de la TPME (2020) et des enquêtes du Haut-Commissariat au Plan (2019) et de la Banque Mondiale (2019).

Au plan de la vulnérabilité, il apparaît qu'environ 5 entreprises sur 10 sont vulnérables selon au moins un critère entre 2006 et 2019. Au niveau global, l'indice de vulnérabilité des entreprises est resté relativement stable sur la période étudiée quoiqu'il ait enregistré une légère hausse à partir de 2014, en lien avec l'atonie de la croissance économique. L'analyse par source de vulnérabilité révèle que les ENF sont principalement exposées aux risques de liquidité et de capacité relativement limitée à couvrir leurs charges d'intérêt, suivis par les risques de solvabilité et de rentabilité.

Par ailleurs, l'analyse de la structure de la DaR des entreprises selon le critère ICR uniquement montre que les secteurs « Hôtels et restauration » et « Agriculture et pêche » demeurent fragiles. En outre, les jeunes entreprises et les TPME sont relativement plus vulnérables que les vieilles et les grandes entreprises. Aussi et en dépit d'une concentration élevée de l'activité bancaire sur l'axe littoral Tanger-Casa, les Dettes à risque des régions « Casablanca-Settat », « Rabat-Salé-Kénitra » et « Tanger-Tétouan-

⁵ La taille est définie à travers la segmentation suivante du chiffre d'affaire (CA) : les grandes entreprises disposent d'un CA \geq 175 MDH ; les PME ont un CA entre 10 MDH et 175 MDH et les TPE désignent les entreprises avec un CA \leq 10 MDH.

⁶ Cette étude porte sur un panel non cylindré d'entreprises non financières privées pour tenir compte des entreprises radiées ou nouvellement créées. Le choix d'un panel cylindré aurait limité l'analyse de la vulnérabilité aux entreprises âgées.

⁷ En s'inspirant des approches de Gal (2013) et Kalemlı-Ozcan et al. (2015), un exercice de fiabilisation et de nettoyage a été réalisé moyennant des filtres statistiques afin de traiter les observations aberrantes et améliorer la qualité des données utilisées (exclure les entreprises dont les chiffres du bilan et du CPC ne sont pas conciliables et celles dont les déclarations sont fortement volatiles dans le temps). Plusieurs comparaisons avec le baromètre de l'OMPIC de la création des entreprises et les données recueillies au niveau du rapport sur l'inclusion financière et celui de l'OMTPME ont été effectuées et montrent que l'échantillon retenu respecte assez fidèlement la structure du tissu productif national en termes de représentativité des ENF par taille, âge, secteur et région.

Al Hoceima » demeurent dans des niveaux relativement inférieurs à d'autres régions comme « Marrakech-Safi », « l'Oriental » et certaines régions du Sud.

Le reste de ce document est structuré comme suit. La première section fait ressortir les faits saillants du tissu productif marocain. Elle analyse la situation financière des ENF et examine leur accès au financement bancaire ainsi que la concentration par secteur d'activité. La deuxième section présente d'abord l'évolution de l'indice de vulnérabilité des entreprises calculé sur la base de la Dette-à-Risque pour différents critères de vulnérabilité, à savoir : la solvabilité, la liquidité, la rentabilité et la capacité de service de la dette. Ensuite, elle analyse la structure de la DaR relative au ratio de couverture des intérêts, par taille, âge, secteur d'activité et région.

I. Faits stylisés du tissu productif marocain

I.1. Evolution des principaux indicateurs financiers

Cette sous-section analyse la solidité financière des ENF privées sur la période 2006-2019 à travers l'examen de quatre principales dimensions :

- **Solvabilité** : elle est mesurée par le ratio de levier financier, à savoir la dette financière sur le total actif. Ce ratio informe sur le niveau d'endettement d'une entreprise et par conséquent sur sa capacité à mobiliser le financement externe.
- **Liquidité** : elle est captée par le ratio quick⁸. Ce dernier détermine la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements de court terme en utilisant ses actifs de court terme.
- **Rentabilité** : elle est approximée par le ratio des résultats nets sur le total actif « ROA ». Ce ratio renseigne sur la capacité des entreprises à générer une rentabilité suffisante.
- **Capacité de service de la dette** : elle est appréhendée par le ratio de couverture des intérêts « ICR ». Ce dernier permet d'examiner la capacité des ENF à couvrir leurs charges d'intérêts par leurs résultats nets avant intérêts et taxes « EBIT ».

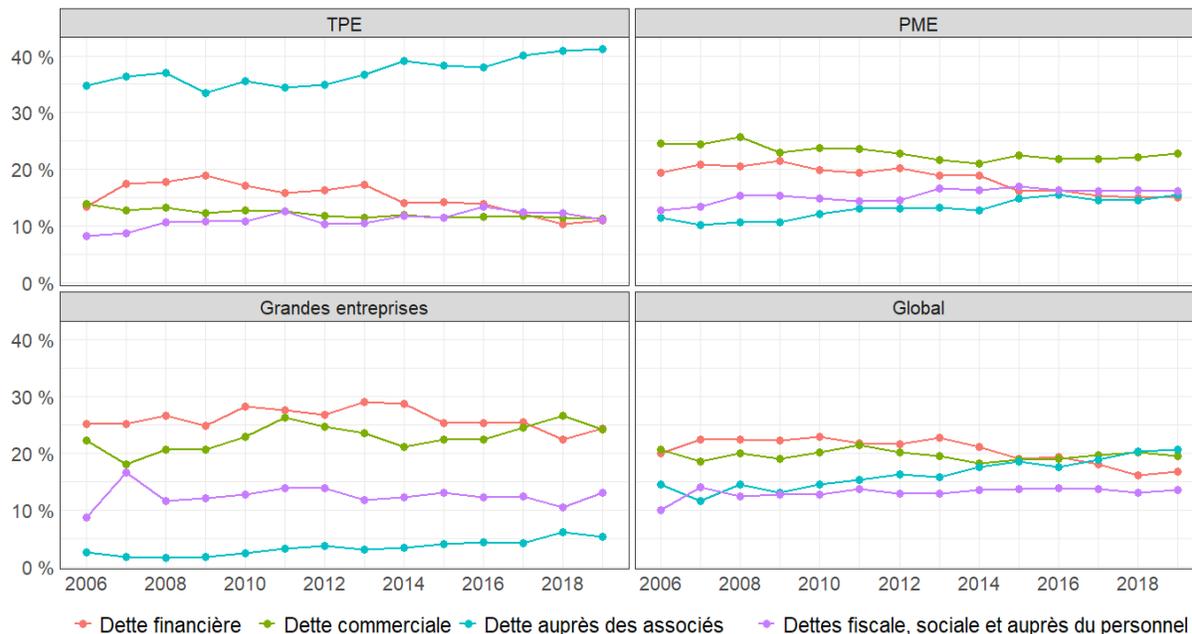
En termes d'endettement, le ratio du levier financier a connu une légère progression, passant de 20% à 23% entre 2006 et 2013 (Cf. Figure 1)⁹. Cette tendance s'est renversée à partir de 2013 où le ratio d'endettement financier a enregistré une relative baisse pour se situer à moins de 20% en 2019¹⁰. Cette évolution peut s'expliquer par les contre-performances enregistrées par certaines entreprises, en particulier celles qui ont été fortement touchées par la crise financière internationale, et qui avaient un endettement relativement élevé et un besoin important de liquidité. Ces dernières ont adopté, à partir de 2014, des plans de restructuration et des nouveaux programmes visant à assainir leurs situations financières. Ainsi, un changement au niveau de la structure de financement des ENF a été enregistré dans la mesure où une part non négligeable de l'endettement financier a été substituée par la dette commerciale chez les petites, moyennes et grandes entreprises et par la dette auprès des associés pour les TPE.

⁸ Le ratio quick est le rapport entre l'actif courant et le passif courant.

⁹ L'approche macroéconomique a été favorisée pour le calcul des différents ratios. Cette dernière repose sur le calcul des ratios moyens, qui reflètent la situation des entreprises ayant le plus de poids économique, à savoir les grandes entreprises.

¹⁰ Selon Feyen et al. (2017), le processus de désendettement financier dans la région MENA s'est amorcé en 2012, où le ratio l'endettement financier des entreprises cotées en bourse est passé de 20% à 15% entre 2012 et 2016.

Figure 1 : Evolution des ratios d'endettement

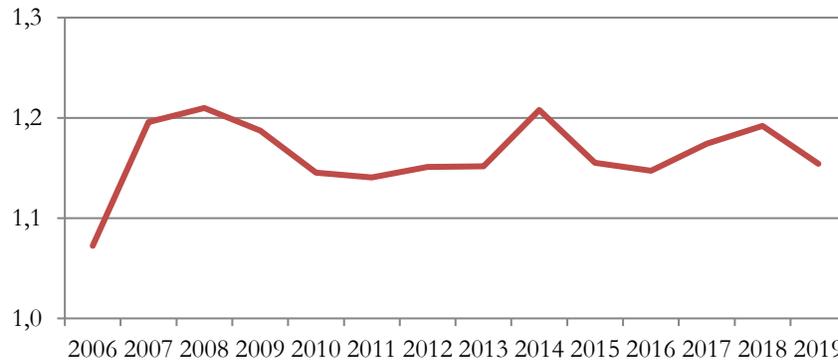


Source : CIFEN et calculs des auteurs

S'agissant de la liquidité, « le ratio quick » s'est inscrit dans une tendance baissière entre 2007 et 2011. Il a connu ensuite une légère amélioration transitoire en 2014 et 2018 (Cf. Figure 2). Ceci dit, il est important de souligner que sur toute la période, le ratio quick est resté en général inférieur au seuil critique de 1.2, considéré comme niveau de risque élevé dans les travaux empiriques sur le risque de liquidité. Par conséquent, le tissu productif marocain dans sa globalité demeure vulnérable aux chocs adverses de liquidité¹¹.

¹¹ Feyen et al. (2017) suggèrent que les ENF cotées en bourse dans la région MENA sont exposées au risque de liquidité vu que le ratio quick des ENF cotées en bourse est resté constamment inférieur au seuil critique de 1.2.

Figure 2 : Evolution du ratio quick



Source : CIFEN et calculs des auteurs

Concernant la rentabilité, le « ROA » est passé de 2% à 6% entre 2006 et 2008 avant de contracter une baisse significative à partir de 2009 pour se stabiliser en moyenne autour de 2% à partir de 2011 (Cf. Figure 3)¹². La baisse de la rentabilité des ENF est principalement expliquée par les retombées négatives de la crise financière internationale qui a impacté significativement plusieurs secteurs clés de l'économie nationale et par une succession de chocs négatifs dont notamment les fluctuations la hausse des cours des matières premières et le printemps arabe.

Enfin, le ratio de couverture des intérêts « ICR » montre que les ENF couvrent en moyenne jusqu'à 4 fois leurs charges d'intérêt sur la période 2006-2019 (Cf. Figure 4). Ce ratio s'est inscrit en baisse entre 2008 et 2014 en lien avec la contraction de la rentabilité durant cette période. L'amélioration du ratio ICR sur la période récente est principalement expliquée par le désendettement financier des entreprises conjugué à des conditions de financement accommodantes et une relative stabilité de leur rentabilité.

Figure 3 : Evolution de la rentabilité « ROA »

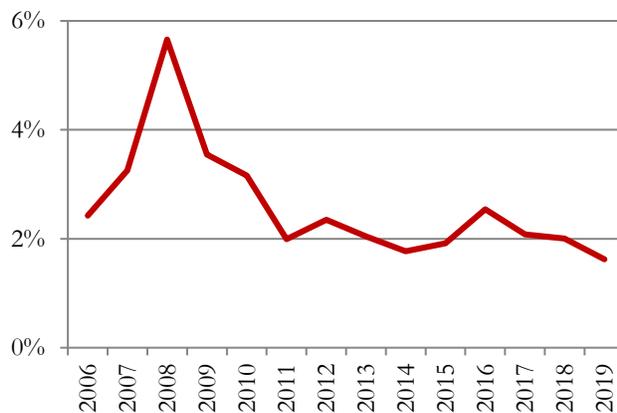
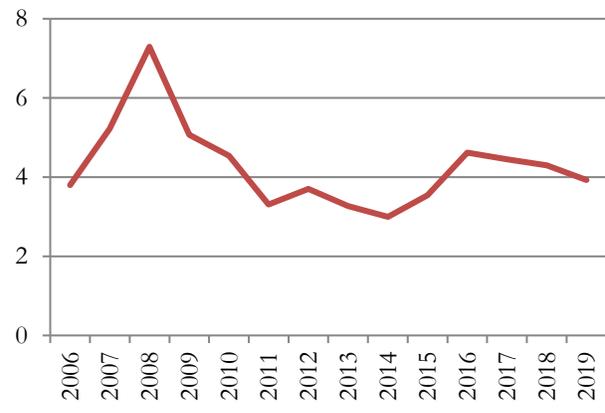


Figure 4 : Evolution du ratio ICR



Source : CIFEN et calculs des auteurs

¹² Ce constat est corroboré par les conclusions de Feyen et al. (2017) concernant l'évolution du ROA au sein des pays émergents et en développement et en particulier au sein de la région MENA.

I.2. Accès des ENF au financement bancaire

L'accès des entreprises au financement, en particulier des TPME, se situe au cœur des préoccupations des pouvoirs publics. Ces derniers ont ainsi mis en place plusieurs réformes en vue d'améliorer le climat des affaires, encourager l'entrepreneuriat et consolider la compétitivité du tissu productif marocain. De même, l'accélération de l'inclusion financière et les programmes d'appui et de financement en faveur des entreprises visent à consolider davantage le rôle du secteur bancaire comme principale ressource de financement des différents secteurs de l'économie.

L'exploitation des données de la CIFEN montre que sur la période 2006-2019, 31% des entreprises en moyenne ont une dette financière. Ce niveau reste globalement en ligne avec les estimations menées par l'Observatoire Marocain de la TPME, le Haut-Commissariat au Plan et la Banque mondiale. En effet, les résultats de l'enquête réalisée par le HCP (2019) auprès de 2 101 entreprises sur la période 2016-2018 révèlent qu'une entreprise sur cinq recourt au financement externe, dont 93% provient du crédit bancaire. Aussi, l'enquête auprès des entreprises réalisée par la Banque Mondiale (2019) sur 1 096 entreprises privées hors secteur agricole montre que 21.3% des entreprises interrogées ont un prêt bancaire ou une ligne de crédit (contre 28.3 % dans la région MENA)¹³.

Par taille, il apparaît que le taux d'accès au financement bancaire est de l'ordre de 28% pour les TPE, contre 68% pour les PME et 87% pour les GE¹⁴. Cette part s'élève à 42% pour les ENF opérant dans le secteur des « Industries » contre 23% pour les « TIC », à 54% pour les vieilles ENF (>=20 ans) contre 22% pour les moins de 5 ans et à 48% pour les ENF de la région « Dakhla-Oued Ed Dahab » contre 22% pour « Béni Mellal-Khénifra » (Cf. Tableau 1).

Selon l'OCDE (2014), le Maroc affiche un score de 3,5 sur 5 en termes de développement et d'accès aux sources de financement pour les PME, occupant la seconde position dans la région MENA. De même, d'après la Banque Mondiale (2017), le Maroc est le chef de file de la région en termes d'accès des TPME au financement, avec 36% des prêts bancaires aux entreprises accordés aux TPME¹⁵.

Enfin, il est à souligner que l'enquête auprès des entreprises de la Banque Mondiale (2019) révèle que la part des entreprises considérant l'accès au financement comme une contrainte au développement au Maroc est de l'ordre de 4% (contre 8% en moyenne dans la région MENA), soit une nette amélioration par rapport aux résultats de l'enquête réalisée par la Banque Mondiale en 2013¹⁶ où cette part s'élevait à 15% (contre 10% pour la région MENA)¹⁷.

¹³ A noter qu'un décalage est généralement observé entre la perception des entreprises, reflétée au niveau des enquêtes statistiques, et leurs situations réelles provenant de leurs déclarations comptables.

¹⁴ Les taux d'accès au marché bancaire par catégorie d'entreprise sont relativement proches de ceux obtenus par l'OMTPME (2018).

¹⁵ Selon le FMI (2019), le Maroc occupe la deuxième place en ce qui a trait à l'inclusion financière des TPME dans la région MENA.

¹⁶ Banque Mondiale (2018): « Kingdom of Morocco. Governing towards efficiency, equity, education and endurance. A systematic country diagnostic ».

¹⁷ En 2019, les trois principales contraintes au développement des entreprises révélées par cette enquête sont : la corruption (15%), les taux d'imposition (15%) et l'administration fiscale (14%).

Tableau 1 : Proportion des ENF ayant contracté une dette financière par région, secteur, âge et taille (Moyenne 2006-2019)

Régions	%	Secteurs	%	Age	%	Taille	%
Béni Mellal-Khénifra	22%	TIC	23%	0-5 ans	22%	TPE	28%
Laayoune-Sakia El Hamra	25%	Hôtels et restauration	27%	5-10 ans	38%	PME	68%
Tanger-Tétouan-Al Hoceima	27%	Construction	29%	10-20 ans	46%	GE	87%
Draa-Tafilalet	28%	Services divers	29%	>=20	54%		
Rabat-Salé-Kénitra	30%	Commerce	32%				
Marrakech-Safi	30%	Transports	36%				
Casablanca-Settat	32%	Agriculture et pêche	38%				
Oriental	33%	Industries	42%				
Fès-Meknès	33%						
Guelmim-Oued Noun	36%						
Souss-Massa	41%						
Dakhla-Oued Ed Dahab	48%						

Source : CIFEN et calculs des auteurs

Au-delà des facteurs d'offre qui sont susceptibles d'expliquer les contraintes d'accès des TPME au financement bancaire¹⁸, d'autres déterminants sont intrinsèques aux entreprises, dont notamment :

- La prépondérance de l'informel qui se traduit par une faible transparence financière et l'insuffisance des garanties par rapport aux exigences des banques.
- Les facteurs de demande : en période de faible croissance économique, les entreprises réduisent leurs investissements, ce qui se traduit par un faible recours aux crédits bancaires.
- L'attractivité d'autres sources de financement : certaines entreprises peuvent substituer le financement via le marché financier par le recours à la dette commerciale pour satisfaire leurs besoins de financement à court terme.

I.3. Analyse de la concentration par secteur d'activité

L'analyse de la concentration par secteur d'activité est effectuée en utilisant l'indice HHI¹⁹ ainsi que la part des 3 plus grandes entreprises dans le total actif²⁰. En termes d'actif, l'indice HHI suggère que la concentration est relativement élevée dans les secteurs « TIC » et « Transports » (Cf. Figure 5).

¹⁸ La faible aversion au risque, l'absence des garanties ou du collatéral suffisants, l'opacité des bilans déclarés par les entreprises, le durcissement de la réglementation bancaire, l'adoption d'un business model orienté vers les secteurs de niche, etc.

¹⁹ L'indice HHI (Herfindahl-Hirschman Index) est égal à la somme des carrés des parts de marché de toutes les entreprises du secteur considéré. Plus l'indice est fort, plus l'activité est concentrée. Un indice inférieur à 0,1 témoigne d'un marché peu concentré, d'un marché modérément concentré, s'il est compris entre 0,1 et 0,18 et d'un marché fortement concentré, pour une valeur supérieure à 0,18.

²⁰ Duval et al. (2019) ont utilisé une approche complémentaire qui consiste à mesurer la concentration par le chiffre d'affaires des 4 plus grandes entreprises parmi les 20 plus grandes entreprises dans chaque secteur.

Figure 5 : Indice HHI par secteur d'activité



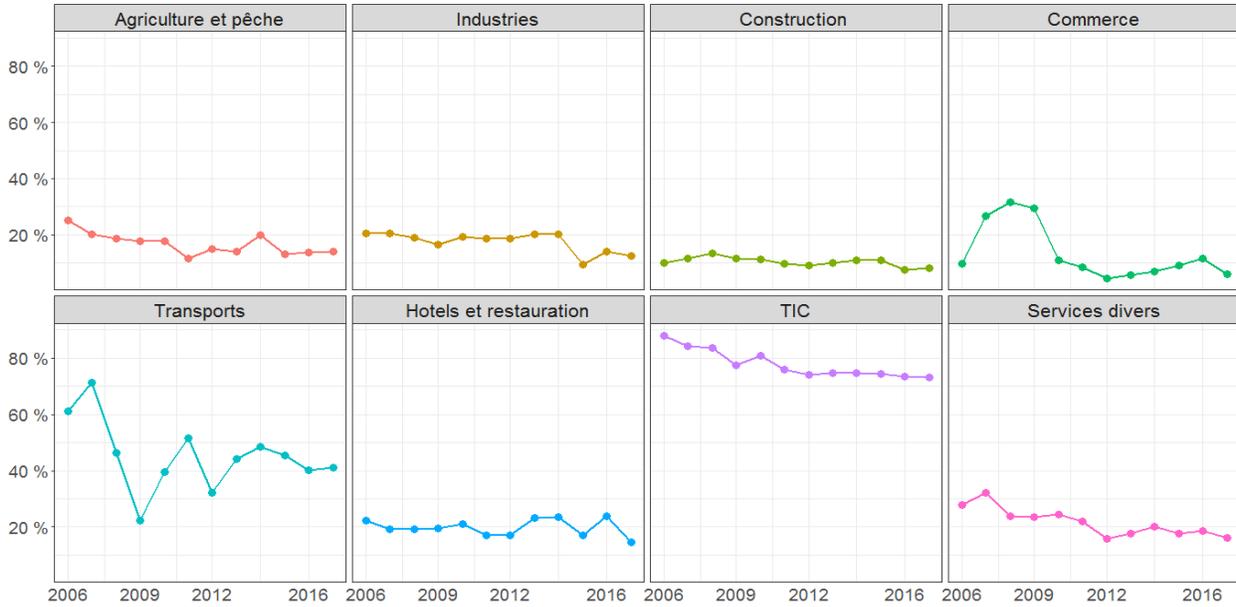
Source : CIFEN et calculs des auteurs

L'évolution de la part des 3 plus grandes ENF dans le total actif corroborent ces constats (Cf. Figure 6). En effet, les 3 plus grandes ENF dans les secteurs « TIC » et « Transports » s'accaparent respectivement 80% et 40% du total actif des ENF opérant dans ces secteurs²¹. Les mutations structurelles qu'a connues l'économie marocaine sur la dernière décennie ont favorisé une baisse relativement importante et généralisée de la concentration sur ce marché²². A ce titre, la part des 3 plus grandes ENF a représenté environ 30% entre 2006 et 2009 dans le secteur « Commerce », avant de s'établir autour de 10%.

²¹ Il est important de souligner que les fortes variations de l'indice HHI et de la part des 3 plus grandes entreprises dans le total actif pour les secteurs « TIC » et « Transports » pourraient être liées à des entreprises importantes qui ne sont pas observées sur toute la période étudiée.

²² Le calcul du mark-up permettrait de compléter cette analyse à travers l'examen des tendances de la puissance de marché. Ceci apporterait un premier éclairage sur les facteurs à l'origine de ces tendances tout en appréciant leurs implications macroéconomiques.

Figure 6 : Part des 3 grandes ENF dans le total actif par secteur d'activité



Source : CIFEN et calculs des auteurs

II. Analyse de la vulnérabilité financière des ENF

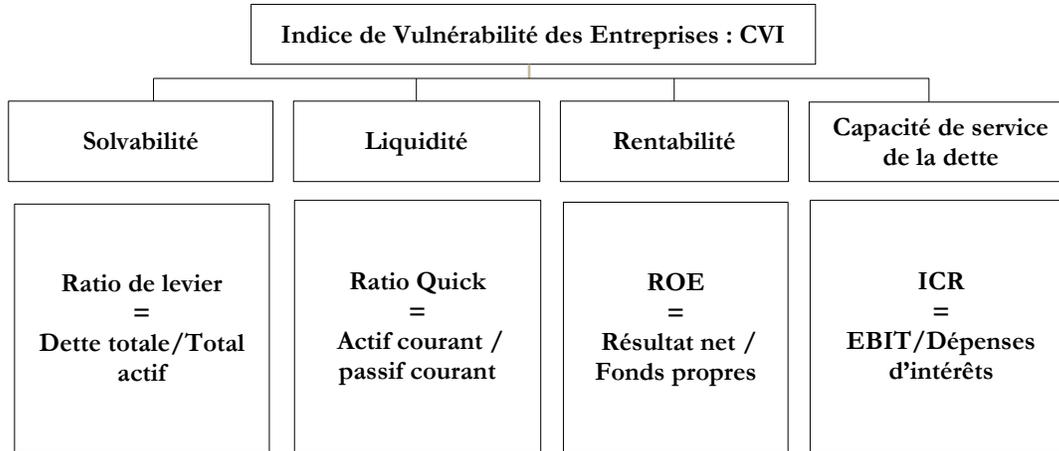
II.1. Construction de l'indice de vulnérabilité des entreprises « CVI »

La démarche adoptée pour appréhender la vulnérabilité des entreprises marocaines s'inspire des travaux récents de plusieurs banques centrales (FED, Banque du Canada) et institutions internationales (Banque Mondiale, FMI et *Financial Stability Board*). Ainsi, l'indice de vulnérabilité des entreprises « *Corporate Vulnerability Index : CVI* » proposé dans cette sous-section se base sur le concept de la dette à risque « DaR », mesurée comme étant la dette associée aux entreprises vulnérables selon quatre dimensions différentes mais complémentaires, à savoir : la solvabilité²³, la liquidité, la rentabilité et la capacité de service de la dette (Cf. Figure 7)²⁴.

²³ Selon Cegar et Parodi (2019), les ENF non-solvables sont celles qui ont un ratio de levier supérieur à l'unité.

²⁴ La DaR correspond à la somme des dettes financière et commerciale (dettes fournisseur, sociale, fiscale et auprès des associés) vulnérables rapportée à la dette totale.

Figure 7 : Ratios financiers pour le calcul du CVI



Pour construire l'indice ICV, on calcule dans une première étape quatre *DaR*. Celles-ci correspondent aux entreprises vulnérables selon au moins 1, 2, 3 et 4 indicateurs, qu'on noterait ($DaR_{\geq 1}$, $DaR_{\geq 2}$, $DaR_{\geq 3}$, $DaR_{\geq 4}$).

Plus précisément, la dette à risque « DaR » selon au moins X indicateurs pour l'année t est calculée en utilisant la formule suivante :

$$(DaR_{\geq X})_t = \frac{\text{Dette totale des ENF vulnérables selon au moins X indicateurs, année t}}{\text{Dette totale de toutes les ENF, année t}}$$

Ensuite, le *CVI* est obtenu en calculant la moyenne des ($DaR_{\geq X}$):

$$CVI_t = \frac{1}{4} \sum_{X=1}^4 (DaR_{\geq X})_t$$

Par construction, le *CVI* est compris entre 0 et 1, et plus il se rapproche de 1 plus la dette à risque est importante.

Une entreprise est considérée comme vulnérable selon un indicateur, quand la valeur de ce dernier est supérieure ou inférieure à un seuil critique (Cf. Tableau 2). Les seuils adoptés sont similaires à ceux utilisés par Renteria et al. (2018) et Cegar et Parodi (2019)²⁵.

Tableau 2 : Seuils des indicateurs utilisés pour le calcul du CVI

Indicateurs	Seuils
Ratio de levier	>100%
Ratio Quick	<1
ROE	<-10%
ICR	<1

²⁵ Renteria et al. (2018) et Cegar et Parodi (2019) ont construit un nouveau dispositif permettant l'évaluation de la performance et la surveillance des risques pesant sur les entreprises publiques « State-Owned-Enterprises-SoE » en Bosnie Herzégovine et Namibie, respectivement.

II.2. Evolution de la vulnérabilité des ENF

L'utilisation de cette approche montre que les entreprises vulnérables selon au moins un indicateur représentent en moyenne 54% entre 2006 et 2019 (Cf. Figure 8). En 2010, la part des ENF vulnérables a atteint son niveau le plus élevé, soit près de 59% du total des entreprises. Par indicateur, la part des ENF exposées au risque de liquidité est autour de 40%. Cette part se situe autour de 30% pour le critère d'endettement (Cf. Figure 9). Selon le critère de la rentabilité, 2 ENF sur 10 sont vulnérables. Enfin, 1 entreprise sur 10 affiche des difficultés à couvrir ses charges d'intérêt, toutefois, en limitant l'analyse uniquement aux ENF ayant des charges d'intérêt, il semblerait que 4 ENF sur 10 sont vulnérables.

Figure 8 : Evolution de la part des ENF vulnérables

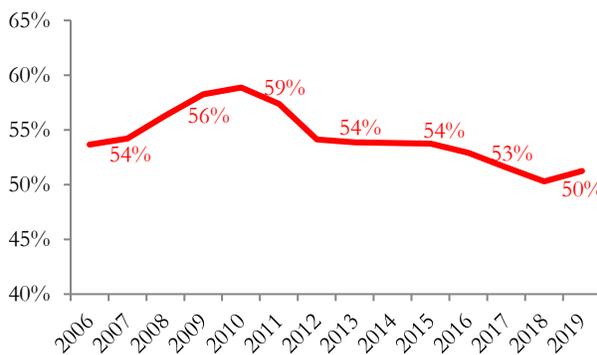
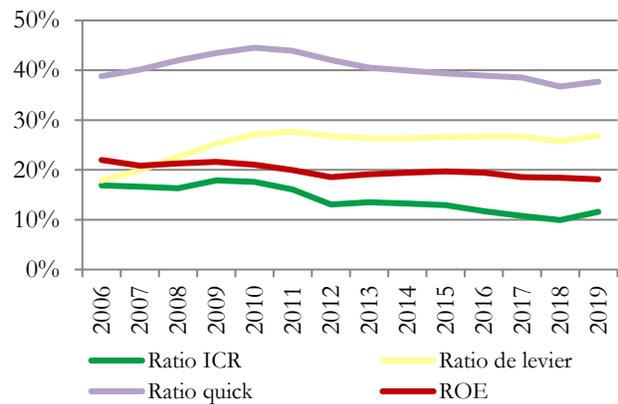


Figure 9 : Evolution de la part des ENF vulnérables par indicateur financier



Source : CIFEN et calculs des auteurs

En ce qui concerne l'indice de vulnérabilité des entreprises les calculs indiquent qu'il est resté relativement stable autour de 21% sur la période étudiée. Par contre, il a enregistré une légère hausse à partir de 2014 (Cf. Figure 10). Cette légère hausse de la vulnérabilité s'explique principalement par le contexte macroéconomique marqué par l'atonie de la croissance domestique²⁶.

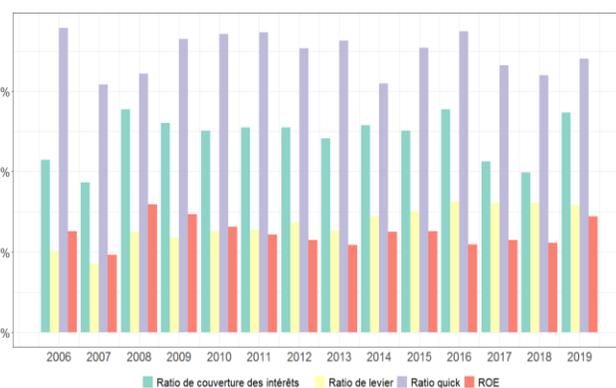
L'analyse par source de vulnérabilité révèle que la dette à risque « DaR » est tirée essentiellement par la faible liquidité des entreprises et leur capacité limitée à couvrir leurs charges d'intérêt (Cf. Figure 11). En effet, la dette des ENF exposées au risque de liquidité est en moyenne autour de 35% entre 2006 et 2019 et la DaR moyenne correspondante au ratio ICR est de l'ordre de 24%. En outre, la dette détenue par les ENF avec un risque d'endettement important, c'est-à-dire ayant un ratio de levier supérieur à 100%, avoisine en moyenne 13% de la dette totale sur la même période. Enfin, la dette des ENF qui font face à un risque élevé de rentabilité, soit un ratio ROE inférieur à -10%, est de 12%.

²⁶ Sur la période 2007-2016, le taux de déclaration, calculé en rapportant le nombre des ENF déclarantes sur l'ensemble des ENF immatriculées au RCC, était de l'ordre de 59% avant de s'établir à 45% entre 2017 et 2019.

Figure 10: Evolution du CVI



Figure 11 : Evolution de la DaR par ratio financier



Source : CIFEN et calculs des auteurs

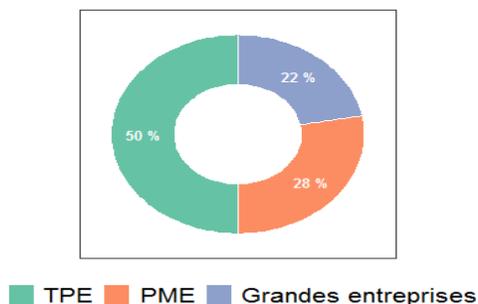
Par ailleurs, il semblerait que l'amélioration des conditions financières des ENF entre 2016 et 2017 soit principalement expliquée par une légère amélioration de la capacité des ENF à mobiliser leurs résultats nets avant intérêts et taxes pour couvrir leurs charges d'intérêts et par une faible atténuation du risque de liquidité, comme en témoigne l'évolution baissière des DaR relatives au ratio « ICR » et au « ratio quick », respectivement.

II.3. Structure de la dette à risque « DaR-ICR »

Cette sous-section examine la structure de la DaR par taille, âge, secteur et région selon le critère ICR. En d'autres termes, la dette des entreprises qui ne sont pas en mesure de couvrir leurs charges d'intérêts par leurs résultats nets avant intérêts et taxes « EBIT », soit les ENF dont le ratio de couverture des intérêts « ICR » est inférieur à 1²⁷.

Par taille, il apparaît que 50% de la dette à risque est détenue par les TPE, contre 28% pour les PME et 22% pour les GE (Cf. Figure 12). La dette des TPE vulnérables représente 37% de leur dette totale. Concernant les PME, 23% de leur dette est considérée comme vulnérable. Enfin, la dette des grandes entreprises vulnérables ne constitue que 15% de la dette totale des GE (Cf. Tableau 3).

Figure 12 : Répartition de la DaR par taille (Moyenne 2006-2019)



Source : CIFEN et calculs des auteurs

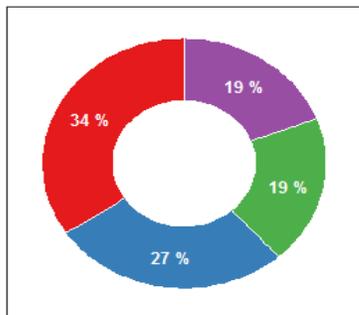
Tableau 3 : DaR par taille (Moyenne 2006-2019)

Taille	%
TPE	37%
PME	23%
GE	15%

²⁷ Pour des fins de comparaison, cette sous-section accorde une attention particulière à la DaR calculée sur la base de l'ICR. Cependant, la structure de la dette vulnérabilité reste similaire quel que soit le déclencheur de risque.

Par âge, les jeunes ENF (0-5 ans) représentent en moyenne 34% de la DaR, suivies par les 5-10 ans avec 27%, les 10-20 ans avec 19% et enfin les ENF qui ont plus que 20 ans avec 19% (Cf. Figure 13). La DaR des jeunes ENF est relativement plus importante (34%) comparativement à la DaR correspondante aux vieilles ENF qui se situe autour de 17% (Cf. Tableau 4).

Figure 13 : Répartition de la DaR par âge (Moyenne 2006-2019)



■ 0-5 ■ 5-10 ■ 10-20 ■ >=20

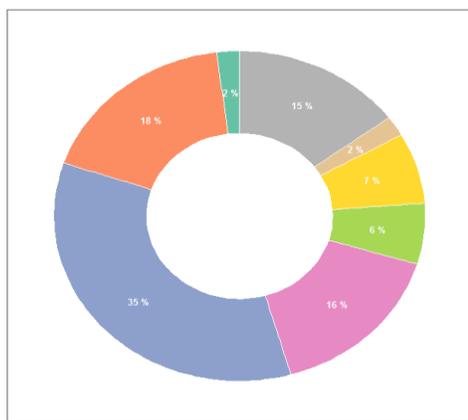
Source : CIFEN et calculs des auteurs

Tableau 4 : DaR par tranche d'âge (Moyenne 2006-2019)

Tranche d'âge	%
0-5 ans	34%
5-10 ans	27%
10-20 ans	19%
>=20 ans	17%

Par secteur, la structure de la DaR montre que les secteurs « Construction », « Industries » et « Commerce » représentent respectivement 35%, 18% et 16% de la dette à risque totale (Cf. Figure 14). En termes relatifs et malgré leur faible part dans la dette totale, les secteurs « Hôtels et restaurant » et « Agriculture et pêche » demeurent fragiles car leurs DaR représentent 50% et 35% (Cf. Tableau 5).

Figure 14 : Répartition de la DaR par secteur (Moyenne 2006-2019)



■ Agriculture et pêche ■ Industries ■ Construction ■ Commerce ■ Transports ■ Hôtels et restaurant ■ TIC ■ Services divers

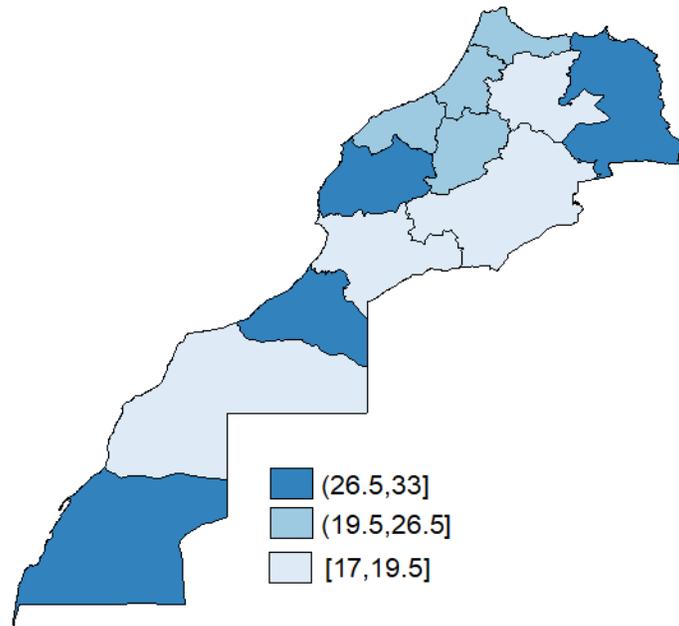
Source : CIFEN et calculs des auteurs

Tableau 5 : DaR sectorielle (Moyenne 2006-2019)

Secteur d'activité	%
Hôtels et restauration	50%
Agriculture et pêche	35%
Services divers	29%
Transports	26%
Construction	25%
Industries	22%
Commerce	19%
TIC	16%

Par région, la DaR est principalement concentrée dans la région « Casablanca-Settat » avec 61%, suivie par « Rabat-Salé-Kénitra » (13%) et « Tanger-Tétouan-Al Hoceima » (9%). Malgré une concentration élevée de la dette sur l'axe littoral Tanger-Casa, la dette à risque de ces trois régions (25%) demeure relativement inférieure comparée à d'autres régions comme « Marrakech-Safi » (33%), « l'Oriental » (27%) et certaines régions du sud (« Guelmim-Oued Noun » (33%) et « Dakhla-Oued Ed Dahab » (27%)) (Cf. Figure 15).

Figure 15 : DaR régionale moyenne entre 2006 et 2019 (%)



Source : CIFEN et calculs des auteurs

Les résultats obtenus dans ce travail de recherche sont globalement en ligne avec ceux obtenus dans le cadre d'études similaires réalisées par plusieurs banques centrales et institutions internationales pour des pays émergents et en développement et qui montrent que la DaR calculée sur la base du ratio ICR se situe entre 10% et 30% (Cf. Tableau 6).

Tableau 6 : Synthèse des travaux empiriques

	Pays	Période	DaR moyenne
FSB (2015)	15 pays émergents appartenant à trois régions (Asie, Amérique Latine, Europe, Moyen Orient et Afrique)	2008-2014	Pour l'ensemble des pays, la DaR-ICR est autour de 25%-30% de la dette totale entre 2010 et 2014. Elle est autour de 35% pour les pays du Moyen Orient et d'Afrique entre 2010 et 2014
FMI (2016)	Philippines, Mexique, Argentine, Arabie Saoudite, Thaïlande, Indonésie, Emirats Arabes Unis, Turquie, Pologne, Afrique du Sud, Chine, Russie, Inde, Chili, Malaisie, Colombie et Brésil	2007-2016	La DaR-ICR est autour de 10%-30% de la dette totale
Feyen et al. (2017)	69 pays émergents et en développement, y compris le Maroc	2006-2016	Le CVI est en moyenne autour de 10%-16% pour la région MENA entre 2006 et 2016. Au Maroc, le CVI est de l'ordre de 19% en 2016
Beltran et al. (2017)	Argentine, Brésil, Chili, Chine, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pologne, Russie Afrique du Sud, Corée du Sud, Thaïlande, Turquie	2006-2016	La DaR-ICR est autour de 20%-30% de la dette totale

Conclusion

Ce travail analyse la vulnérabilité des entreprises non financières privées au Maroc. Il propose un indice agrégé de vulnérabilité qui se base sur le concept de la Dette-à-Risque. Le degré de vulnérabilité est appréhendé par quatre critères, à savoir : la solvabilité, la liquidité, la rentabilité et la capacité de service de la dette.

Il ressort de ce travail que la vulnérabilité des entreprises marocaines est restée relativement stable durant la période étudiée quoiqu'elle ait enregistré une légère hausse à partir de 2014 en lien avec l'atonie de la croissance économique. En plus, le degré de vulnérabilité dépend des caractéristiques individuelles des entreprises (taille, âge, secteur d'activité et région). Les jeunes entreprises et les TPME sont relativement plus vulnérables que les vieilles et les grandes entreprises. Ces résultats sont globalement en ligne avec ceux obtenus dans le cadre de travaux similaires menés par plusieurs banques centrales et institutions internationales pour des pays émergents et en développement.

Cette étude permet ainsi d'établir un diagnostic du tissu productif marocain qui peut servir pour mieux orienter les décisions des pouvoirs publics et assurer un monitoring régulier des programmes en faveur des entreprises. Les impacts économiques de la crise sanitaire actuelle ainsi que les mesures adoptées par les gouvernements et les banques centrales pour aider les entreprises à surmonter cette conjoncture et amorcer une reprise graduelle illustrent bien l'utilité d'un tel exercice.

Au-delà des avantages que peut apporter ce dispositif, il est important de souligner que la vulnérabilité est un concept multidimensionnel qui devrait s'inscrire aussi dans une démarche prospective « *forward-looking* ». Ainsi, ce travail peut aussi être amélioré à travers la prise en compte d'autres indicateurs qualitatifs et quantitatifs relatifs à la gouvernance de l'entreprise, à sa stratégie à moyen et long terme et aux perspectives futures du secteur dans lequel opère l'entreprise. Ce travail pourrait aussi être amélioré en capitalisant sur les avancées réalisées par l'Observatoire Marocain de la TPME qui a mis en place en 2020 un dispositif informationnel unifié sur les entreprises marocaines à partir des données provenant de plusieurs institutions publiques.

Références

- Acharya, V., Cecchetti, S., De Gregorio, J., Kalemli-Ozcan, S., Lane, P., & Panizza, U. (2015). Corporate debt in emerging economies: A threat to financial stability. Committee for International Policy Reform. Brookings Institution.
- Banque Mondiale (2017). Morocco - Second Capital Market Development and SME Finance Development Policy Loan Project.
- Banque Mondiale (2018). Kingdom of Morocco. Governing towards efficiency, equity, education and endurance. A systematic country diagnostic.
- Banque Mondiale (2019). Enterprise surveys. What business experience. Country profile.
- Beltran, D., Garud, K., & Rosenblum, A. (2017). Emerging Market Nonfinancial Corporate Debt: How Concerned Should We Be? Board of Governors of the Federal Reserve System, IFDP Notes.
- Cegar, B., & Parodi, M. F. J. (2019). State-owned enterprises in Bosnia and Herzegovina: Assessing performance and oversight. International Monetary Fund. IMF Working Papers. WP/19/201.
- Duval, R., Chen, W., Díez, D., Jones, C., & Villegas-Sánchez, C. (2019). The rise of corporate market power and its macroeconomic effects. IMF World Economic Outlook, April 2019.
- Feyen, E., Fiess, N., Huertas, I. Z., & Lambert, L. (2017). Which emerging markets and developing economies face corporate balance sheet vulnerabilities? a novel monitoring framework. The World Bank. Policy Research Working Paper 8198.
- FSB (2015). Corporate Funding Structures and Incentives – Final Report. Basel, Switzerland.
- FMI (2016). Chapter 1: Financial Stability Challenges in a low-growth, low-rate era. Global Financial Stability Report – Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era. Washington DC, October.
- FMI (2019). Financial inclusion of small and medium-sized enterprises in MENAP and CCA.
- FMI (2019a). Chapter 1: Global corporate vulnerabilities. Global Financial Stability Report – Lower for Longer. Washington DC, October.
- FMI (2019b). Technical Note on Nonfinancial Corporations and Households Vulnerabilities on France. Financial Sector Assessment Program. Washington DC, October.
- Gal, P. (2013), Measuring total factor productivity at the firm level using OECD-ORBIS. OECD Economics Department Working Papers, No. 1049.
- Grieder, T., & Schaffter, C. (2019). Measuring Non-Financial Corporate Sector Vulnerabilities in Canada. Bank of Canada. Staff Analytical Note No. 2019-15.
- Haut-Commissariat au Plan (2019). Enquête nationale auprès des entreprises.
- Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Villegas-Sanchez, C., Volosovych, V. & Yesiltas, S. (2015). How to construct nationally representative firm level data from the ORBIS global database, NBER Working Paper, No. 21558.
- OCDE (2014). Politiques en faveur des PME en Afrique du Nord et Moyen-Orient, évaluation sur la base du Small Business Act pour l'Europe.
- OMTPME (2018). Rapport annuel.
- Renteria, C., Rial, I., Halstead, A., Funke, K., & Pautz, M. (2018). Assessing and Managing Fiscal Risks from State Entities and Public-Private Partnerships. International Monetary Fund. Technical Assistance Report.