



La lettre de la recherche de Bank Al-Maghrib

Numéro 6 – 2022

Dans ce numéro

PUBLICATIONS 04

Lisez les entretiens réalisés avec les auteurs des documents de recherche publiés cette année dans la série des documents de travail de Bank Al-Maghrib.

SÉMINAIRES RECHERCHE 27

Consultez les événements de recherche organisés durant l'année 2021.

AGENDA 2022 32

Explorez les manifestations scientifiques inscrites à l'Agenda 2022.

PARTICIPATION À DES MANIFESTATIONS SCIENTIFIQUES 19

Découvrez les manifestations scientifiques auxquelles ont pris part les chercheurs de la Banque durant l'année 2021.

ÉQUIPE RECHERCHE 30

Nouvelles recrues: rencontrez les chercheurs qui nous ont rejoint cette année.

EDITORIAL

Chers lecteurs,

A l'instar des éditions précédentes, ce numéro de la lettre de la recherche dresse un bref bilan des activités de recherche menées au sein de Bank Al-Maghrib pendant l'année écoulée et présente les principales actions prévues en 2022.

L'année 2021 a été marquée par la publication d'une nouvelle série de documents de travail. Ces derniers ont porté sur des thématiques d'une grande importance pour l'économie nationale : la coordination des politiques économiques et l'impact économique de la pandémie du Covid-19, les liens macro-financiers, la vulnérabilité du tissu productif et l'impact de la fiscalité sur l'investissement.

Parallèlement à ces travaux, les chercheurs de la Banque ont contribué notamment aux discussions internes sur le nouveau modèle de développement et aux réflexions lancées par notre institution sur la monnaie digitale de banque centrale.

Aussi et en ligne avec l'orientation stratégique visant à renforcer l'ouverture de la Banque sur son environnement national et régional, l'année 2021 a été couronnée par le développement de nouveaux partenariats dans le domaine de la recherche avec les milieux académique et institutionnel.

Sur ce registre, Bank Al-Maghrib a contribué, en partenariat avec la Banque mondiale et la Banque Centrale de Tunisie, à la constitution du réseau régional des Départements de Recherche des Banques Centrales du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord. Ce réseau, qui vise à renforcer la collaboration entre les chercheurs et accroître le rôle influent de la recherche dans la prise de décision, a organisé sa première conférence annuelle sous le thème « *Politique Macroéconomique: innovation et défis en période d'incertitude* ».

Dans la même perspective, la Banque a lancé aussi un projet de coopération tripartite avec l'Université de Lausanne et Tamwilcom (ex CCG) dans le but d'étudier les conséquences des contraintes de liquidité et le rôle des dispositifs de garantie sur les entreprises au Maroc.

Pour ce qui est de l'année 2022, les travaux de recherche se poursuivront sur des questions entamées en 2021 telles que les systèmes de garantie des crédits, les déterminants de l'inflation, la monnaie digitale de banque centrale et la thésaurisation. Les chercheurs vont également explorer des thématiques nouvelles d'un grand intérêt comme les délais de paiement, l'efficacité des dépenses publiques, les transferts des MRE et l'épargne.

En ce qui concerne les manifestations scientifiques, la Banque accueillera, les 23 et 24 juin, l'Édition 2022 de la Conférence IMF Economic Review, qui connaîtra la participation du lauréat du prix Nobel d'économie en 2010, Professeur Christopher Pissarides, et organisera, les 3 et 4 octobre avec l'Université de Lausanne, une conférence sur les petites et moyennes entreprises et la croissance.

J'espère que vous trouverez ce numéro intéressant et instructif.

Abdessamad SAIDI
Directeur du Département Recherche

“



بنك المغرب
BANK AL-MAGRIB

PUBLICATIONS

”

THE MOROCCO POLICY ANALYSIS MODEL: THEORETICAL FRAMEWORK AND POLICY SCENARIOS



Aya Achour



Aleš Bulíř



Omar Chafik



Adam Remo

VOTRE TRAVAIL DE RECHERCHE FAIT USAGE DU MODÈLE MOPAM. EN QUOI CONSISTE CE NOUVEL OUTIL DE SIMULATION ET QUEL EST SON RÔLE DANS LA PRISE DE DÉCISION AU SEIN DE BANK AL-MAGHRIB ?

En préparation à la transition vers un régime de change plus flexible au Maroc, Bank Al-Maghrif a procédé à l'alignement de son dispositif analytique et prévisionnel sur les standards internationaux. A ce titre, les chercheurs de BAM, en collaboration avec les experts du FMI, ont élaboré un modèle d'équilibre général de grande taille destiné à l'évaluation des politiques économiques au Maroc (Moroccan Policy Analysis Model).

Inspiré d'un outil de simulation macroéconomique développé initialement par la Direction de Recherche du FMI en 2015, ce modèle annuel a été réadapté pour s'ajuster aux spécificités de l'économie marocaine et pour permettre l'analyse d'une large palette de scénarios économiques et de réformes structurelles d'intérêt pour notre pays. Dans l'ensemble, le modèle MOPAM est subdivisé en quatre grands blocs décrivant les interrelations macroéconomiques au Maroc qui caractérisent les comportements des ménages, des entreprises, de la Banque centrale, du gouvernement et du reste du

monde. Ce modèle représente une nouvelle génération d'outils destinées à répondre aux préoccupations stratégiques de la Banque et d'élaborer des simulations d'impact macroéconomiques visant à alimenter le processus de prise de décision, en particulier en ce qui a trait à la coordination entre la politique monétaire, la politique de change et la politique budgétaire.

En ligne avec les meilleures pratiques de Banques centrales, Bank Al-Maghrif a tenu à publier la documentation conceptuelle de cet outil macroéconomique ainsi que ses applications dans la prise de décision consécutivement à son adoption dans son processus de prévisions et d'analyse des politiques économiques (Forecasting and Policy Analysis Framework). D'ailleurs, ce travail de recherche s'intègre véritablement dans la vision stratégique de la Banque de partage de ses avancées scientifiques avec la sphère académique à l'échelle nationale et régionale.

QUELLES SONT LES MOTIVATIONS DU CHOIX DES DEUX SCÉNARIOS ÉCONOMIQUES AYANT FAIT L'OBJET DE VOS ANALYSES PAR LE MOPAM ?

Les thématiques étudiées dans ce travail de recherche ont été dictées par le contexte

économique national marqué notamment par la pandémie du Covid-19 ainsi que les engagements budgétaires pris par le gouvernement marocain dans le cadre de la dernière ligne de précaution et de liquidité (LPL) pré-crise sanitaire du Covid-19.

Concernant le premier scénario, il convient de rappeler que le Maroc s'est inscrit dans un trend continu de consolidation budgétaire, grâce au lancement de plusieurs réformes dans le cadre de l'accord au titre de la LPL conclu en premier en 2012 et reconduit successivement à deux reprises en 2014 et 2016. Le dernier accord, renouvelé en décembre 2018, a retracé des engagements chiffrés des autorités marocaines, notamment la stabilisation du déficit public autour de 3% du PIB et une baisse du ratio de la dette publique à 60% du PIB à moyen terme. L'impact de cette consolidation est à appréhender au-delà du champ des finances publiques, car ces mesures budgétaires affecteront ou l'offre, ou la demande ou ces deux compartiments de l'économie à la fois. L'évaluation de l'impact global de ces réformes sur l'économie est complexe, nécessitant généralement des cadres de modélisation plus sophistiqués, à l'instar du modèle MOPAM.

Relativement au deuxième scénario économique, la crise sanitaire sans précédent du Covid-19 a affecté profondément l'environnement économique et social du Maroc. En raison des liens commerciaux avec les pays partenaires ou en conséquence aux mesures de confinement général et local décrétées en réponse à la pandémie, des effets de distorsion à la fois sur l'offre et la demande sont attendus au Maroc. Une autre dimension importante s'impose également dans l'analyse, à savoir le rôle des politiques économiques dans la lutte contre la crise du Covid-19 ainsi que pour la relance de l'activité économique post-crise. Au Maroc, plusieurs mesures ont été implémentées et l'analyse de leur impact ainsi que celui de la crise sanitaire présente un grand intérêt à la fois pour Bank Al-Maghrif et pour la communauté des chercheurs.

QUELLES SONT LES RÉPERCUSSIONS ATTENDUES DE LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE ET DES RÉFORMES FISCALES FORMULÉES DANS LE DERNIER ACCORD DE LA LPL SUR L'ÉCONOMIE MAROCAINE ?

Les résultats de simulation d'un scénario économique étant généralement indissociables des hypothèses sur lesquelles repose le travail, il est important de rappeler brièvement les engagements et mesures publiques qui ont constitué nos intrants. Ainsi et pour réduire l'endettement du gouvernement de 65% du PIB à 60% sur 5 ans, le scénario simulé au niveau du MOPAM suppose du côté des dépenses du gouvernement une stabilisation de la masse salariale à un niveau en dessous de 10,5% du PIB à moyen terme et une réduction des dépenses de compensation. Du côté des recettes du gouvernement, il est supposé une augmentation du taux effectif moyen de la TVA à travers la simplification de sa structure et l'élimination de certains taux réduits et exonérations ainsi que la réduction du taux de l'IS grâce à l'adoption du régime progressif qui était alors en vigueur en 2019. Partant de là, les résultats de simulation du scénario de consolidation budgétaire et des réformes fiscales indiquent l'existence d'un coût économique à court terme de cette orientation, se traduisant par des baisses successives de 0,5 et 0,7 point de pourcentage de la croissance économique en 2020 et 2021 respectivement.

Toutefois, succédant à ce déclin initial, l'économie marocaine se stabiliserait à un niveau supérieur du PIB à long terme, équivalent à environ 7% du PIB, par rapport à sa valeur en 2019, grâce à deux mécanismes distincts. D'une part, la réduction permanente du ratio de la dette publique devrait alléger la prime de risque du Maroc, ce qui permettrait par ricochet de créer un espace budgétaire supplémentaire susceptible de financer les transferts sociaux aux catégories les plus

vulnérables de la population (environ 2,6 points de pourcentage du PIB à long terme). D'autre part, la conjugaison de ces facteurs au maintien de l'effort d'investissement public rehausserait la consommation des ménages de plus de 2 points de pourcentage, indiquant ainsi des effets positifs de la consolidation budgétaire sur leur bien-être économique.

Bien que ce scénario capitalise sur des engagements concrets du gouvernement tirés de la dernière LPL, il demeure toutefois contrefactuel puisqu'il suppose que la pandémie Covid-19 ne s'est pas produite et que le Maroc n'a pas opéré de tirage sur ladite ligne.

LE DEUXIÈME SCÉNARIO TRAITE DES IMPACTS MACROÉCONOMIQUES DE LA PRÉSENTE PANDÉMIE DU COVID-19 AU MAROC. QUELS RÉSULTATS AVEZ-VOUS OBTENU À PARTIR DES SIMULATIONS D'IMPACT DU MOPAM ?

A l'instar d'un grand nombre de pays, le Maroc a fait face à la pandémie du Covid-19 à partir de mars 2020. Celle-ci s'est traduite par une multitude de chocs internes et externes, auxquels sont venues s'ajouter les incertitudes des agents et le rôle des politiques économiques dans la lutte contre la pandémie. Le chiffrage de ces effets économiques dans l'ensemble a été une tâche ardue, nécessitant un grand nombre d'hypothèses et d'approximations en amont.

Globalement, nos résultats de simulation montrent que l'avènement de la pandémie du Covid-19 aurait un impact négatif sur notre économie. Sans le package budgétaire et l'assouplissement monétaire implémentés par les autorités publiques entre mars et juillet 2020, le fléchissement du PIB pourrait avoisiner -10 points de pourcentage en dessous du scénario central en 2020. Néanmoins, grâce à la prompt réactivité des politiques monétaires

et budgétaire, cette contraction serait limitée à environ -6,5 points de pourcentage pour la même année. Par composante de demande, la consommation des ménages pourrait fléchir de -7,6 points de pourcentage en 2020 et l'investissement privé de -10 points de pourcentage dans le sillage de la baisse de la demande et de la non utilisation des pleines capacités de production de l'économie. Le secteur externe comparé au baseline (absence de chocs) demeure le plus affecté par l'épidémie comme en atteste les baisses vigoureuses des importations et des exportations respectivement de 12,6 et 13,8 points de pourcentage en 2020.

Au plan budgétaire, les mesures déployées par le gouvernement devraient augmenter la dette publique de 10 points de pourcentage du PIB à environ 75% en 2020-2021, retardant ainsi la consolidation budgétaire programmée avant la pandémie. Enfin, et bien que le Maroc renouerait avec des taux de croissance positifs à partir de 2021, le PIB demeurerait en-dessous de son potentiel sur plusieurs années, traduisant ainsi la sévérité de la pandémie qui a frappé notre pays.

Il convient enfin d'émettre quelques mises en garde pour une interprétation adéquate de ces résultats. En premier lieu, ces simulations ont porté sur l'analyse du scénario le plus plausible en mobilisant des données disponibles jusqu'à la date d'élaboration du document de travail. Par conséquent, toute actualisation statistique ou mesure publique survenues après août 2020 n'ont pas été intégrées dans l'analyse. En second lieu, le document de travail n'investigue que les chocs liés à la pandémie et ne tient pas compte de toutes les autres perturbations ayant affecté l'économie en 2020, telles que la contraction de la valeur ajoutée agricole. En dernier lieu, les simulations fournies par ce travail ne doivent aucunement être confondues avec les prévisions macroéconomiques officielles élaborées par BAM ou le FMI.

SUR LA BASE DE CES SIMULATIONS, QUELS SONT LES ENSEIGNEMENTS À TIRER DE CETTE CRISE SANITAIRE ?

S'il est difficilement envisageable de dresser présentement un inventaire exhaustif de toutes les conséquences de la crise sanitaire sur l'économie marocaine et son fonctionnement, ce travail de recherche éclaire sur un certain nombre d'enseignements. En premier lieu, les réponses fortes et immédiates de la part du gouvernement et de la Banque centrale au Maroc ont permis d'atténuer les effets néfastes de la pandémie du Covid-19 et les craintes des agents économiques. La bonne coordination entre la politique budgétaire et la politique monétaire a permis, en outre, l'optimisation des effets positifs de ces mesures de relance sur l'économie marocaine à un moindre coût. Ces choix opérés entrent en ligne avec les leçons tirées de la crise financière mondiale de 2008 qui a montré qu'une austérité excessive en période de crise est contreproductive et peut entraîner des séquelles durables sur l'activité économique.

En second lieu, le Maroc a pu bénéficier du processus de normalisation de ses finances publiques, dont les retombées positives ont été perçues à partir 2013, sous les trois lignes de précaution et de liquidité successives signées avec le FMI. Sans cet espace budgétaire engendré par la rationalisation des dépenses publiques (notamment la réforme de la caisse de compensation), notre pays n'aurait pas pu riposter vigoureusement et promptement pour endiguer en partie les effets délétères de la crise.

Enfin, malgré la stratégie anticipative d'atténuation des effets de la crise sanitaire sur l'économie marocaine, le Maroc fait face à un arbitrage délicat, à l'instar de nombreux pays émergents et développés. D'un côté, une consolidation budgétaire graduelle limiterait l'impact négatif sur la croissance à moyen

terme au détriment d'une prime de risque pays plus élevée et d'effets d'éviction plus prononcés de l'investissement privé. D'un autre, un retrait rapide du stimulus budgétaire atténuerait les risques sur la soutenabilité budgétaire à long terme mais le PIB demeurerait en-dessous de son potentiel plus longtemps.

ANALYSE DE LA VULNÉRABILITÉ DU TISSU PRODUCTIF MAROCAIN



Feu Sara Benazzi



Hicham Bennouna



Tomasz Chmielewski

QUEL EST L'OBJECTIF PRINCIPAL DE CE TRAVAIL ?

Ce travail de recherche analyse la vulnérabilité financière des entreprises non financières (ENF) marocaines. 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 s'inspire des travaux récents de plusieurs Banques Centrales (FED, Banque du Canada) et institutions internationales (Banque mondiale, FMI et Financial Stability Board) et propose un indice agrégé de vulnérabilité des entreprises marocaines «Corporate Vulnerability Index : CVI » basé sur le concept de la Dette-à-Risque qui s'intéresse à la dette associée aux entreprises vulnérables.

Cette étude mobilise les données bilancielle provenant de l'Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale. Les informations financières utilisées 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 an, représentant en moyenne 54% de l'endettement financier des ENF privées au Maroc. Elle permet d'établir un diagnostic du tissu productif marocain par taille, âge, secteur d'activité et région 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 illustrent bien l'utilité d'un tel exercice.

POURQUOI LA QUESTION DE LA VULNÉRABILITÉ DES ENF REVÊT UN INTÉRÊT POUR LES BANQUES CENTRALES ?

Les institutions internationales et les Banques centrales accordent une attention particulière à l'évaluation de la vulnérabilité des entreprises non financières, 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. En effet, 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.

L'INDICE DE VULNÉRABILITÉ QUE VOUS ÉLABOREZ SE BASE SUR LE CONCEPT DE LA DETTE À RISQUE. EN QUOI CONSISTE CE CONCEPT ?

Un des principaux défis quant à la mesure de la vulnérabilité des entreprises non financières est son caractère multidimensionnel. La vulnérabilité dans ce travail est appréhendée par quatre critères à savoir : la solvabilité, la liquidité, la rentabilité et la capacité de service de la dette. Une entreprise est considérée comme vulnérable selon un indicateur, quand la valeur de ce dernier est supérieure ou inférieure à un seuil critique. Les seuils adoptés sont similaires à ceux utilisés au niveau des travaux récents.

Dans notre travail, l'indice de vulnérabilité des entreprises proposé se base sur le concept de la dette à risque « DaR ». Celle-ci mesure la part de la dette associée aux entreprises vulnérables dans la dette totale. Pour tenir compte du caractère multidimensionnel de la vulnérabilité, l'indice de vulnérabilité des entreprises proposé correspond à la moyenne des ratios des dettes associées aux entreprises vulnérables selon au moins 1, 2, 3 et 4 indicateurs.

Pour simplifier l'analyse, la vulnérabilité par taille, âge, secteur et région a été réalisée sur la base du critère de la capacité de service de la dette uniquement. Dans ce cas, l'indice de vulnérabilité correspond à la part de 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 1.

QUELLES SONT LES PRINCIPAUX RÉSULTATS DE VOTRE TRAVAIL ?

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 et par la dette auprès des associés pour les TPE.

Concernant l'accès des ENF au financement bancaire, nos calculs indiquent que 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 et des enquêtes du Haut-Commissariat au Plan et de la Banque mondiale. 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 GE. 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 (âge ≥ 20 ans) contre 22% pour les jeunes (moins de 5 ans) et, à titre d'exemple au plan régional, à 48% pour les ENF de la région « Dakhla Oued Ed-Dahab » contre 22% pour « Béni Mellal-Khénifra ».

Au plan de la vulnérabilité, il apparaît qu'environ 5 entreprises sur 10 sont vulnérables selon au moins un critère entre 2006 et 2019. 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. Selon le critère de la rentabilité, 2 ENF sur 10 sont vulnérables. Enfin, une 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 ressort que 4 ENF sur 10 sont vulnérables.

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 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.

RELEVEZ-VOUS DES SPÉCIFICITÉS PAR SECTEUR, TAILLE, ÂGE ET RÉGION ?

L'analyse de la structure de la Dette-à-Risque 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-Al Hoceima » demeurent dans des niveaux relativement inférieurs à d'autres régions comme « Marrakech-Safi », « l'Oriental » et certaines régions du Sud.

CYCLES RÉEL ET FINANCIER AU MAROC: UNE ANALYSE PAR LES WAVELETS



Yassine Slaoui

QUEL EST L'OBJECTIF DE CE DOCUMENT DE TRAVAIL ?

Ce travail a pour objectif d'analyser l'interaction des cycles réel et financier au Maroc à l'aide de la méthode Wavelet[1]. Alors que les méthodes traditionnelles donnent une image figée de ces interactions, la méthode Wavelet permet d'analyser l'évolution de ces interactions au cours du temps. Cette méthode permet donc d'évaluer, à chaque instant, le degré de synchronisation des deux cycles, et ce afin d'identifier les impacts possibles de la dynamique du crédit bancaire sur la croissance et vice versa.

POUR QUELLES RAISONS L'ANALYSE DU CYCLE FINANCIER ET SES INTERACTIONS AVEC LE CYCLE RÉEL EST-ELLE DEVENUE UN CENTRE D'INTÉRÊT MAJEUR POUR LES BANQUES CENTRALES ?

Depuis la crise financière de 2008, l'analyse du cycle financier occupe une place importante dans l'agenda de recherche des Banques centrales. Celles-ci ont développé un ensemble de méthodologies visant à étudier les caractéristiques du cycle financier, et à analyser ses interactions avec le cycle réel. Le degré de synchronisation des cycles réel et financier varie fortement d'un pays à l'autre et au cours du temps.

Le monitoring de cette synchronisation permet d'éclairer le décideur sur l'utilisation des instruments de politique monétaire et de politique macroprudentielle.

A titre d'exemple, la calibration du coussin contracyclique dans l'approche standard de Bâle III repose sur la déviation du ratio du crédit au PIB par rapport à son trend, un indicateur du cycle financier. L'efficacité même des instruments de politique macroprudentielle dépend du positionnement de l'économie par rapport au cycle financier. La politique macroprudentielle serait plus efficace dans les pays où le cycle financier est plus ample et lorsque ce cycle se situe dans une phase de boom plutôt que dans une phase de bust. Certains auteurs suggèrent même que le cycle financier aurait des implications pour la conduite de la politique monétaire en agissant comme un facteur d'amplification des effets de la politique monétaire.

QUELLES SONT LES CARACTÉRISTIQUES SAILLANTES DU CYCLE FINANCIER ÉTABLIES PAR LA LITTÉRATURE AU NIVEAU DES PAYS AVANCÉS ET ÉMERGENTS ?

Les études empiriques portant sur des panels de pays développés et émergents ont mis en lumière des caractéristiques importantes des cycles réel et

[1] La méthode Wavelet (le terme Wavelet signifie ondelette) permet d'analyser à la fois la dimension temporelle et la dimension fréquentielle du cycle financier. Voir Aguiar-Conraria et al., (2008) "Using wavelets to decompose the time-frequency effects of monetary policy" pour plus de détails sur la méthode

financier. De manière générale, le cycle financier est plus long que le cycle réel. Ce dernier, possède une composante de court terme pouvant aller jusqu'à 8 ans, alors que le cycle financier possède à la fois une composante de court terme et de moyen terme qui se situe entre 8 et 30 ans. D'autre part, l'amplitude du cycle financier est généralement plus élevée que celle du cycle réel. En particulier, la phase descendante du cycle financier tend à être plus prononcée dans les pays émergents que dans les pays avancés. En moyenne, lors de la phase descendante du cycle financier, le crédit chute trois fois plus dans les pays émergents par rapport aux pays avancés.

LES FLUCTUATIONS DU CYCLE FINANCIER ONT ELLES UN IMPACT SUR LE CYCLE RÉEL ?

Cette question présente deux volets. Le premier est celui du lien entre le crédit bancaire et la croissance économique. Les fondements théoriques de la relation crédit-croissance sont bien établis. En revanche, les conclusions des travaux empiriques restent partagées en raison de la nature endogène de ces deux variables. De manière générale, la littérature s'accorde sur l'existence d'une relation entre crédit et croissance, mais le sens de la causalité de cette relation est encore sujet à débat. Alors que certaines études suggèrent que le crédit bancaire est un facteur de croissance, d'autres études suggèrent que la croissance économique impacte le crédit. Certaines analyses concluent, quant à elles, à une relation bidirectionnelle.

Une autre branche de littérature, à l'instar du travail du FMI intitulé "Too Much Finance" (2012), plaide en faveur d'une relation non linéaire entre crédit et activité économique : la corrélation serait positive jusqu'à un certain niveau du ratio crédit sur PIB, au-delà duquel la corrélation devient négative. Selon ces travaux, le point d'inflexion de la relation crédit-croissance se situerait entre 80% et 120% du PIB,

avec de grandes disparités entre les pays. Le deuxième volet est celui du degré de synchronisation des cycles réel et financier. Les cycles réel et financier ont tendance à être synchronisés, mais ce résultat varie fortement en fonction du pays et de la période considérés. Plusieurs auteurs suggèrent que cette synchronisation s'est renforcée à partir des années 1980 dans les pays industrialisés. Le degré de synchronisation tend à augmenter avec le degré de développement des marchés financiers et du système bancaire.

EN QUOI LA MÉTHODE WAVELET PERMET-ELLE DE CONTRIBUER À CE DÉBAT ?

Deux types d'approches ont émergé pour décrire le cycle financier. D'une part, les approches reposant sur l'estimation du cycle du crédit, notamment par le recours aux méthodes spectrales. De l'autre, les approches reposant sur la combinaison statistique de plusieurs variables financières dans le but d'extraire leur composante commune, les variables utilisées étant, entre autres, les taux d'intérêt, les primes de risques, les volatilités et les taux de défaut.

La méthode Wavelet appartient à la première famille d'approches. Dans ces approches, l'utilisation de filtres univariés ne reflète pas la réalité de l'évolution des cycles réel et financier. En effet, les filtres univariés permettent l'extraction de cycles seulement à des fréquences prédéterminées. De plus, les composantes dominantes du cycle financier peuvent changer d'une période à l'autre, et s'écarter de l'intervalle initialement spécifié par le filtre. L'usage des filtres univariés amènerait à conclure que le cycle financier a perdu en puissance ou a même disparu, alors qu'en réalité sa longueur a changé. La méthode Wavelet permet de déterminer les fréquences les plus significatives du cycle financier. Cette approche ne requiert pas une

spécification à priori de l'intervalle de fréquence. Elle permet de mettre en évidence, au cours du temps, les composantes cycliques dominantes d'une série donnée. La méthode Wavelet est une approche temporelle qui ne suppose pas que les caractéristiques du cycle financier sont figées dans le temps, et permet aux fréquences dominantes de changer d'une période à l'autre. De plus, la méthode Wavelet permet de déterminer l'existence de cycles communs entre pays et entre variables, et d'évaluer l'intensité de ce cycle commun au cours du temps.

RELÈVE-T-ON, AU MAROC, DES ÉPISODES DE SYNCHRONISATION DES CYCLES RÉEL ET FINANCIER?

Dans la lignée de cette littérature, notre travail examine les co-mouvements du PIB réel avec trois catégories du crédit bancaire: le crédit bancaire total, le crédit bancaire ventilé par objet économique (immobilier, équipement, consommation et trésorerie) et le crédit bancaire ventilé par secteur (crédit aux ménages et aux sociétés non financière). L'analyse se base sur les observations trimestrielles du taux de croissance des composantes du crédit bancaire réel sur la période allant de 2002Q4 à 2020Q4, ainsi que sur les observations annuelles du crédit bancaire total allant de 1967 à 2020.

Notre analyse suggère une forte synchronisation entre les cycles réel et financier à moyen terme durant les années 1970-1980. Cette période a été marquée par une stratégie de développement planifiée avec un rôle prépondérant du secteur public et une politique active d'encadrement des crédits visant à favoriser l'essor de certains secteurs jugés prioritaires, notamment au travers des banques spécialisées telles que la BNDE, la CNCA et le CIH. Durant les années 1980, marquées notamment par le Plan d'Ajustement Structurel,

cette interaction est rompue. Elle reprend de manière significative à la fin des années 1990 jusqu'au milieu de la première décennie des années 2000. Cette période a connu des réformes importantes, notamment la loi bancaire de 1993 portant sur le désencadrement du crédit, la suppression progressive des emplois obligatoires et la libéralisation des taux d'intérêts débiteurs à partir de 1996. Ces réformes se sont accélérées au travers de la libéralisation de l'activité bancaire, notamment avec le nouveau plan comptable pour les établissements de crédit. On peut conjecturer que cette libéralisation du marché du crédit s'est accompagnée d'un renforcement des canaux de transmission entre les sphères réelle et financière au Maroc.

AU COURS DE CES ÉPISODES DE SYNCHRONISATION, LE CYCLÉ RÉEL PRÉCÈDE -T-IL TOUJOURS LE CYCLE FINANCIER ?

Au Maroc les mouvements du cycle réel précèdent généralement ceux du cycle financier. Le milieu de la première décennie des années 2000 constitue une exception notable, avec des mouvements communs menés par le crédit bancaire et notamment les crédits aux ménages, à la consommation et à la trésorerie, suggérant un impact possible de la hausse de ces composantes du crédit bancaire sur le PIB au cours de cette période. Pour les crédits à l'équipement, aux sociétés non financières et à l'immobilier, les interactions, lorsqu'elles existent, sont menées par le PIB.

IMPÔT SUR LES SOCIÉTÉS ET INVESTISSEMENT : QUEL LIEN AU MAROC ?



Aya Achour



Omar Chafik

POURQUOI S'INTÉRESSER AU LIEN ENTRE L'IS ET L'INVESTISSEMENT AU MAROC ?

L'étude du lien entre l'IS et l'investissement est importante à la fois sur le plan budgétaire et monétaire.

Pour la politique budgétaire, le choix entre la préservation des revenus étatiques contre la promotion de l'investissement et l'emploi par la réduction de la taxation sur les sociétés est toujours une question délicate. D'une part, les recettes générées à partir de l'IS occupent souvent les premiers rangs dans les recettes de l'Etat. D'autre part, l'IS semble être un instrument budgétaire de prédilection pour encourager l'investissement.

Pour la politique monétaire, la compréhension du lien entre la taxation des entreprises et l'investissement est primordiale pour deux raisons principales. D'abord, les faits stylisés de plusieurs économies indiquent que l'investissement est la composante la plus volatile de la demande interne. En conséquence, la fiscalité relative au revenu du capital pourrait, à travers son effet sur l'investissement, impacter significativement les mouvements et la volatilité du cycle économique que les Banques Centrales cherchent à stabiliser.

Ensuite, la nature de la réaction des entreprises à l'IS pourrait avoir une incidence directe sur l'inflation. En effet, la pression fiscale pourrait conduire à une contraction de l'investissement, une réduction du revenu disponible des ménages ou une baisse du niveau de production, ce qui pourrait déboucher sur une baisse du niveau général des prix.

Au Maroc, l'IS représente la deuxième source de revenu pour l'Etat après la TVA. Parallèlement, la question de l'ampleur du fardeau fiscal au Maroc pour les entreprises se pose avec acuité^[1] dans ce contexte économique difficile marqué par un renforcement de la compétition internationale. Dans ce sens, les autorités marocaines ont introduit un ensemble de mesures sur l'IS au cours des dernières années pour assurer un certain équilibre entre la pression fiscale de l'IS et son importance dans le budget de l'Etat. L'on peut citer à titre d'exemple, la baisse des taux en 2008, l'adoption de taux spécifiques pour certaines catégories d'entreprises à partir de 2011, l'entrée en vigueur de la gradualité des taux en 2016 et l'adoption d'un régime progressif en 2018.

Néanmoins, les mécanismes à travers lesquels l'instrument fiscal de l'IS affecte la dynamique globale de l'économie et les décisions micro-

[1] Selon le réseau de consulting internationale KPMG, le taux d'IS au Maroc est plus élevé que la moyenne africaine et mondiale.

économiques des entreprises au Maroc ne semblaient pas être suffisamment investigués au moment de l'élaboration de ce travail. Ainsi, il était difficile de savoir jusqu'à quelle mesure un transfert de richesse du secteur public vers le secteur privé à travers un allègement de la pression de l'IS peut-il être efficace en termes d'investissement ? ou bien comment l'investissement des entreprises privées était impacté par l'IS ?

Par conséquent, ce travail a tenté de répondre à la problématique de l'impact de l'IS sur l'investissement au Maroc pour apporter des éclairages à la prise de décision dans ce sens.

COMMENT AVEZ-VOUS PROCÉDÉ POUR INVESTIGUER CE LIEN AU MAROC ?

L'un des défis à relever pour répondre à la question de l'impact de l'IS sur l'investissement d'une manière générale est de pouvoir capter à la fois l'impact macroéconomique et microéconomique.

Par conséquent, notre travail propose de combiner deux approches différentes. Une approche macroéconomique à travers une modélisation autorégressive vectorielle structurelle (SVAR) et une approche microéconomique faisant appel aux données bilancielle déclarées par les entreprises marocaines auprès des tribunaux de commerce. Ce choix est motivé par les objectifs du travail et les pratiques des Banques Centrales qui montrent que la modélisation SVAR est de loin la plus utilisée ainsi que la littérature récente sur l'exploitation des bases de données microéconomiques pour étudier le lien entre la politique fiscale et l'investissement.

Le modèle SVAR adopté au niveau de l'approche macro s'inspire du travail de Pereira et Wemans (2013) de la Banque Centrale portugaise. Il permet d'étudier l'impact de l'IS sur l'investissement au Maroc en reliant la pression fiscale de l'IS au ratio

du déficit du Trésor sur le PIB, au taux d'investissement et au taux de chômage. Il faut noter que plusieurs spécifications du modèle ont été testées en introduisant différentes combinaisons de variables notamment, l'inflation, le chômage et d'autres variables comme les taux d'intérêt et les crédits par type et secteur, mais seule la spécification la plus significative a été retenue. Du côté de l'approche micro, la méthode adoptée pour étudier l'incidence de l'IS sur l'investissement repose sur des régressions en panel entre le taux d'imposition effectif et le stock d'investissement qui ressortent des bilans des entreprises non financières marocaines. Les autres variables explicatives utilisées sont l'âge de l'entreprise et sa trésorerie en s'inspirant du cadre théorique proposé par Ohn (2018) mais sans pour autant adopter la méthode des doubles différences.

La variable utilisée pour approximer l'investissement des entreprises au niveau de cette approche micro est le capital investi qui a été calculé comme la somme des immobilisations incorporelles, corporelles et financières de l'entreprise. Cette variable représente le stock d'investissement net de l'entreprise que nous avons rapporté au total bilan pour une meilleure appréciation de l'impact marginal du taux d'imposition et des autres variables, à savoir la trésorerie et l'âge, sur l'accumulation de l'investissement. Des régressions en données de panel ont été par la suite conduites pour toutes les entreprises, puis par tranche de résultat net, et par secteur.

Comme souligné auparavant, les données utilisées proviennent des bilans déposés par les entreprises non financières marocaines aux tribunaux de commerce et qui sont centralisés par l'OMPIC. Ces données couvrent la totalité du territoire marocain avec plus de 353 752 entreprises sur la période 2005-2019. Un ensemble de filtres ont été appliqués aux

bases de données initiales afin de garder uniquement les bilans des entreprises pouvant apporter une information additionnelle à l'analyse.

QUELS SONT LES PRINCIPAUX RÉSULTATS ET CONCLUSIONS DE VOTRE TRAVAIL ?

D'abord, au niveau de l'approche macro il ressort que face à une baisse de 1 point de pourcentage (pp) de la pression fiscale de l'IS, le ratio du déficit sur PIB se creuserait de plus de 0,5 pp au 1^{er} trimestre, de 0,2 pp au 2^{ème} trimestre et de moins de 0,1 pp au cours des trois trimestres qui suivent, avant de se stabiliser par la suite. Cette dynamique surviendrait parallèlement avec une légère hausse du taux d'investissement de 0,02 pp et 0,01 pp respectivement au 2^{ème} et au 3^{ème} trimestres et une baisse modérée du taux de chômage au cours des trois premiers trimestres. L'effet cumulé d'une baisse de 1 pp de la pression fiscale de l'IS serait donc de 0,9 pp sur le ratio du déficit sur PIB, 0,03 pp sur le taux d'investissement et -0,09 pp sur le taux de chômage au bout du 6^{ème} trimestre.

Comparé au benchmark international, ces résultats laissent présager une réactivité légèrement plus modérée de l'investissement au stimulus fiscal au Maroc qu'il est possible d'expliquer par deux éléments. En premier lieu, la mesure de l'investissement retenue dans notre travail ne différencie pas entre la FBCF privée et celle publique vu que ces séries fournies par le HCP ne sont pas disponibles sur une base régulière. Or, il est bien établi que la composante privée de l'investissement devrait réagir positivement à la baisse de la pression fiscale de l'IS, tandis que l'investissement public fléchirait en conséquence au recul des recettes fiscales du gouvernement comme le confirme les faits stylisés de plusieurs économies. Cette évolution de l'investissement public reflète surtout le rôle que joue ce dernier comme une variable d'ajustement pour éviter un déficit

budgétaire élevé et préserver ainsi les équilibres des finances publiques. En second lieu, les spécificités de l'économie marocaine pourraient affecter sensiblement l'élasticité de l'IS à l'investissement. Dans ce sens, il est à rappeler que le ratio FBCF sur PIB demeure parmi les plus élevés au Maroc avec un niveau de 32,2% au Maroc contre une moyenne mondiale de 25,9% en 2019. Ceci impliquerait probablement un effet de seuil qui se traduirait par un potentiel d'accroissement du volume de l'investissement plus limité au Maroc comparativement à d'autres économies en développement.

Au niveau de l'approche micro il ressort qu'au niveau global une baisse de 1 pp du taux effectif de l'IS engendrerait une hausse du ratio du capital investi de 0,1 pp. Autrement dit, une baisse de 1 pp du taux effectif de l'IS permettrait d'augmenter la part du stock d'investissement de l'entreprise par rapport au total bilan de 0,1 pp. L'ampleur de cet impact diminuerait pour les tranches de profit supérieures avec un impact respectivement de 0,07 pp pour les entreprises avec un profit de moins de 1 MDH et 0,06 pp pour les entreprises avec un profit de plus de 1 MDH, contre 0,1 pour celles avec un profit de moins de 0,3 MDH.

A son tour, l'analyse par secteur indique que l'effet sectoriel du taux d'IS serait relativement hétérogène. Toutefois, il ressort qu'en moyenne le secteur tertiaire afficherait une sensibilité à l'IS plus importante que celle des secteurs primaire et secondaire. Plus précisément, l'investissement augmenterait respectivement de 0,1 pp, 0,08 pp et 0,05 pp pour les secteurs tertiaire, secondaire et primaire en réponse à une baisse de 1 pp du taux de l'IS. Face à cette réaction relativement limitée de l'investissement à l'IS, la trésorerie nette semblerait être plus corrélée à l'investissement mais négativement : plus elle est importante plus la proportion du capital investi dans l'actif de l'entreprise baisse.

En lien avec ce dernier résultat, cette sensibilité plus élevée du capital investi à la trésorerie nette des entreprises est à nuancer et ne doit pas être interprétée comme une causalité entre la décision de détenir une trésorerie nette positive et la contraction du montant d'investissement engagé par les entreprises. Cette corrélation dévoilerait davantage les incertitudes économiques de ces entreprises et leurs vulnérabilités financières (difficulté à accéder à des conditions de financement bancaire favorables, l'étroitesse de leurs actifs immobilisés) qui se traduiraient par une baisse de leur investissement concomitamment avec leur comportement d'accumulation de liquidités pour des motifs de précaution, notamment. Néanmoins, ce lien entre la trésorerie et l'investissement des entreprises au Maroc ne devrait pas être occultée de l'analyse. En effet, ce résultat montre qu'une politique permettant d'alléger les besoins de détenir une trésorerie nette positive de manière exogène, particulièrement durant les périodes marquées par de fortes incertitudes économiques, pourrait atténuer en partie les contraintes auxquelles font face les entreprises et encourager l'investissement privé.

En somme, les résultats du présent travail concluent qu'au Maroc l'investissement serait moins sensible à l'IS qu'au déficit budgétaire et que le taux d'IS impacterait davantage les entreprises dont les profits se situent dans la tranche inférieure ainsi que celles exerçant dans le secteur des services. Aussi, il est opportun de souligner que la baisse des taux d'imposition pourrait s'avérer plus efficace au Maroc lorsqu'elle est inscrite dans une approche plus intégrée visant à encourager l'accumulation du capital productif à travers, notamment, l'accélération du déploiement des réformes qui soutiennent le développement du secteur privé et l'amélioration de sa compétitivité, la simplification des procédures relatives à l'investissement et

l'accroissement de leur cohérence et transparence ainsi que le renforcement de la gouvernance liée aux politiques de promotion de l'investissement au Maroc.

“

The background features a stylized, light purple illustration of the Bank Al-Maghrib building. The building has a prominent central archway and is flanked by vertical architectural elements. Above the archway, the text "BANK AL-MAGHRIB" is visible. A flag with a star and crescent is flying from a pole on the right side of the building. The overall aesthetic is clean and modern, with a monochromatic purple color scheme.

**PARTICIPATION À DES
MANIFESTATIONS
SCIENTIFIQUES**

”

PREMIÈRE CONFÉRENCE ANNUELLE DU RÉSEAU RÉGIONAL DE RECHERCHE DES BANQUES CENTRALES DE LA RÉGION MENA

Le Réseau Régional des Départements de Recherche des Banques Centrales du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord en partenariat avec le Bureau de l'économiste en chef pour la région MENA de la Banque Mondiale, a organisé sa première conférence annuelle sur l'économie du développement au Moyen-Orient et en Afrique du Nord.

Le réseau de recherche des Banques Centrales du Moyen-Orient et Afrique du Nord présidé par Mme. Roberta Gatti, l'économiste en chef pour la région MENA du Groupe de la Banque mondiale, réuni les Départements de recherche de la Banque Centrale de Djibouti, de la Banque Centrale d'Égypte, de la Banque Centrale de Jordanie, de la Banque du Liban, de Bank Al-Maghrib, de l'Autorité Monétaire Palestinienne et de la Banque Centrale de Tunisie. Ce réseau vise à accroître la contribution de la recherche dans la prise de décision et à renforcer la collaboration entre les chercheurs et universités de la région. La première conférence annuelle de ce réseau a eu lieu les 1er et 2 décembre 2021.

Cette première édition, accueilli à distance par la Banque Centrale de Tunisie, a eu pour thème «*Politique Macroéconomique : innovation et défis en période d'incertitude*». La session d'ouverture de cette manifestation a été marquée par l'intervention de la conférencière principale, Mme Carmen Reinhart, vice-présidente et économiste en chef du Groupe de la Banque mondiale. Dans son allocution, elle a souligné que les Banques Centrales sont confrontées au défi d'une inflation croissante qui vient s'ajouter à la difficulté de retrouver les niveaux de croissance économique pré pandémie.

Mme. Reinhart a aussi estimé que dans un contexte d'incertitudes économiques mondiales croissantes

et d'augmentation des niveaux d'endettement des gouvernements, l'indépendance des Banques centrales est une question de plus en plus importante.

La manifestation a proposé aussi un programme riche composé de panels de haut niveau et de sessions parallèles consacrées à la présentation de travaux de recherche.

Le premier panel de haut niveau a vu la participation des gouverneurs de trois Banques centrales de la région MENA, à savoir M. Abdellatif Jouahri, Gouverneur de Bank Al-Maghrib, M. Tarek Amer, Gouverneur de la Banque Centrale d'Égypte et M. Marouane El Abbassi, Gouverneur de la Banque Centrale de Tunisie. Le thème de cette session portait sur l'indépendance des Banques centrales dans un contexte de dette publique élevée.

Le second panel a porté sur les enjeux de l'adoption d'une monnaie digitale de banque centrale et a réuni des experts et praticiens des Banques centrales de la région. A cet égard, l'expérience marocaine en terme d'émission d'une monnaie digitale a fait l'objet d'une intervention de Mme. Layla Lakfifi, Responsable du Département Organisation et Transformation Digitale au sein de Bank Al-Maghrib. Les principaux enseignements de cette expérience se

résumé en : (i) l'adoption d'une approche pragmatique et agile, (ii) la collaboration avec d'autres Banques centrales et institutions internationales, (iii) le renforcement des capacités internes, et (iv) l'engagement des parties prenantes à un stade précoce.

Quant aux sessions parallèles, celles-ci ont vu la présentation de travaux de recherche couvrant les thématiques de modélisation macroéconomique à l'ère du Covid-19, des politiques en matière de finance et de macroéconomie, de l'impact de la crise sanitaire sur les secteurs bancaire et réel, de la gestion des cycles économiques et des risques financiers dans la région MENA. Dans le cadre de ces sessions, Mme. Aya Achour, économiste chercheur à Bank Al-Maghrif a présenté le document de travail intitulé "*The Morocco Policy Analysis Model: Theoretical Framework and Policy Scenarios*" et a également été invitée à discuter le travail de recherche "*Morocco's Monetary Policy Transmission in the wake of the covid-19 Pandemic*", publié par le FMI en 2021.

PARTICIPATION AU 6ÈME MEETING SUR L'INFORMATION FINANCIÈRE



Maroclear, la Bourse de Casablanca et Finances News Hebdo ont organisé, le 11 juin 2021 à Casablanca, la 6ème édition du Meeting sur l'information financière sous la thématique de « Nouveau modèle de développement : quel rôle pour le marché des capitaux ? ». L'objectif de cet événement a été de susciter le débat autour du rôle que devrait jouer le marché financier, à la lumière des objectifs arrêtés dans le cadre du nouveau modèle de développement. Monsieur Abdessamad Saidi, Directeur du Département Recherche, a été invité à participer au panel portant sur les instruments de l'investissement et mesures d'efficacité. Ce focus présente les réponses aux questions posées au sujet du marché de dette privée et du marché à terme.

QUELLE EST LA PLACE DU MARCHÉ DE LA DETTE PRIVÉE DANS LE NOUVEAU MODÈLE DE DÉVELOPPEMENT ?

Le marché de la dette privée a enregistré durant ces dernières années une certaine dynamique tirée principalement par les émissions des banques et des entreprises publiques. Néanmoins, le volume et le nombre d'émetteurs sur les deux compartiments, obligataire et de Titres de Créances Négociables (TCN), restent relativement limités avec de faibles perspectives de développement.

En 2020, ce marché a connu 27 émissions obligataires et 22 TCN pour un montant total levé de 75 MMDH et un encours de 236 MMDH. Les banques et les sociétés de financement s'accaparent près de 60% de cet encours.

Etant donné l'importance des marchés des capitaux dans le financement de l'économie, le nouveau modèle de développement (NMD) s'est fixé comme pari d'avenir de renforcer leur contribution dans le financement de l'économie et de positionner le Maroc comme un hub financier de référence dans la région. Les propositions du NMD relatives aux marchés des capitaux englobent la cotation

d'entreprises publiques, la création de compartiments avec une réglementation assouplie spécifique aux PME et start-up, la cotation des fonds indiciels, la création de bourses spécialisées, la mise en place du marché à terme et le développement du marché de la dette privée.

Concernant le marché de la dette privée, le NMD s'est fixé des objectifs chiffrés notamment en termes d'émissions d'obligations. Pour y parvenir, il a recommandé de soutenir les émissions obligataires de sociétés non financières et de développer davantage le marché des TCN par une utilisation plus importante des billets de trésorerie par les entreprises non financières.

Ces propositions sont en ligne avec les recommandations formulées par le Comité du Marché des Capitaux lors de sa deuxième réunion tenue en janvier 2021. Parmi les recommandations de nature à dynamiser davantage le marché de la dette privée formulées, il y a lieu de citer:

- L'élargissement de l'accès au marché aux SARL qui répondent à certains critères notamment en termes de gouvernance et de performance;

- La réduction des coûts d'accès au marché ;
- L'amélioration de la transparence des émetteurs ;
- La mise en place de nouveaux instruments sur le marché ;
- La création d'une agence de notation financière.

Cette dernière proposition sera confrontée à l'absence d'une masse critique d'entreprises nécessaire pour attirer les agences de notation. La question du coût de la notation peut aussi constituer une contrainte pour le développement de ce marché. Toutefois, pour contourner ces difficultés, le Maroc peut réfléchir à la création d'une agence locale voire même régionale. Bien entendu, pour abriter une telle structure notre pays pourrait accorder des avantages afin de garantir des coûts raisonnables et favoriser le recours des entreprises à la notation.

COMMENT FAIRE POUR METTRE EN PLACE LE MARCHÉ À TERME AU MAROC ?

Le marché à terme joue un rôle essentiel dans le système financier. Les produits dérivés (futures, options et swap) sont utilisés pour gérer différents risques financiers, notamment les risques de taux d'intérêt, de change, de prix et de crédit. En permettant aux investisseurs de se couvrir contre ces risques, les produits dérivés facilitent les flux de capitaux transfrontaliers et créent davantage de possibilités de diversification des portefeuilles.

Dans le contexte marocain, la réforme du régime de change entamée en 2018 par notre pays est de nature à induire plus de volatilité des taux d'intérêt et des cours de change. Par conséquent, la préparation et la sensibilisation des opérateurs ainsi que le développement des instruments de

couverture contre le risque de change et de taux d'intérêt sont des éléments importants particulièrement lors du passage aux prochaines étapes de cette réforme. Aussi, les préparatifs pour la mise en place de ce marché se poursuivent depuis quelques années. Le cadre juridique du marché à terme au Maroc est actuellement régi par la loi 42-12 dont le décret d'application fixant la composition et le mode de fonctionnement de l'Instance de Coordination du Marché a été adopté en 2019. Il reste à mettre en place la gouvernance, l'infrastructure, notamment en termes de compensation, et les produits pour opérationnaliser le projet dans les meilleurs délais.

LE RÔLE DES ÉCONOMISTES AU SEIN DE BANK AL-MAGHRIB, UM6P

Renforçant les actions d'ouverture de la Banque sur l'environnement académique, Monsieur Abdessamad Saidi, Directeur du Département Recherche, a animé le 24 novembre 2021, un séminaire thématique sur le rôle des économistes au sein de Bank Al-Maghrib au profit des étudiants du Master "Analyse économique des politiques publiques" de l'Université Mohammed VI Polytechnique.

Les domaines d'intervention des économistes au sein de Bank Al-Maghrib sont divers et variés. Ils concernent presque toutes les missions de la Banque : Politique monétaire et de change, Supervision bancaire, Politique macroprudentielle, Gestion des réserves de change, Inclusion financière, Production des statistiques, ...etc.

Ce séminaire s'est limité à leur rôle dans le domaine de la politique monétaire puisque, d'une part, il est difficile de couvrir toutes les missions et, d'autre part, l'apport des économistes dans ce domaine est important. Ce focus présente les principaux points abordés dans ce cadre.

D'abord, concernant le rôle des économistes en matière de politique monétaire au sein de BAM, il est possible de différencier entre deux volets. Le premier concerne la participation aux réflexions sur la stratégie de politique monétaire et de change et le second couvre toutes les contributions aux travaux de préparation des décisions de politique monétaire.

Au plan stratégique, les économistes mènent, à titre d'exemple, des réflexions sur la réforme du régime de change, l'adoption du ciblage d'inflation et l'opportunité d'émettre une monnaie digitale

de banque centrale. Les économistes sont aussi sollicités sur des chantiers stratégiques du pays comme ce fut le cas dans le cadre de la richesse globale, la régionalisation avancée, et la réforme éducative.

En ce qui concerne le second volet, il a été rappelé que les décisions de politique monétaire sont fondées sur une analyse approfondie des risques pesant sur la stabilité des prix. Comme les prix sont influencés à court et moyen termes par l'interaction entre l'offre et la demande, les marchés des biens et services et des facteurs de production sont suivis de manière régulière. Aussi et comme les décisions de politique monétaire se transmettent à l'économie avec un certain délai, une approche prospective avec un horizon de moyen terme est adoptée par la Banque.

A cet effet, les économistes analysent la conjoncture nationale et internationale. Les variables économiques et financières qui font l'objet de cette analyse comprennent, par exemple, l'évolution de l'économie mondiale et des prix des matières premières, l'évolution de la production globale, la demande globale et ses composantes, la balance des paiements, la situation sur les marchés financiers et le marché

du travail ainsi qu'une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts (IPC, les prix à la production, les salaires).

Aussi, les projections macro-économiques élaborés par les économistes jouent un rôle important dans la décision. Elles fournissent la trajectoire future des variables macroéconomiques, notamment la balance des paiements, les finances publiques, le crédit, le PIB et ses composantes et les prix.

Différentes catégories de modèles sont utilisées : les modèles économétriques qui cherchent une cohérence empirique à court terme, les modèles DSGE qui imposent une cohérence théorique et les modèles hybrides qui recherchent un ajustement satisfaisant aux données sans compromettre la robustesse (semi-structurels).

Les modèles sont devenus des outils incontournables pour les décisions monétaires. Néanmoins, on ne peut pas prendre les sorties des modèles comme une vérité absolue. Le jugement joue un rôle crucial. Ce rôle s'est même renforcé ces derniers temps en raison des incertitudes élevées.

En guise de conclusion, il a été souligné que le métier d'économiste est passionnant mais en même temps difficile car :

- L'environnement économique, financier et réglementaire est en mutation permanente ;
- L'incertitude est une caractéristique omniprésente de notre profession ;
- Il n'y a pas de réponses certaines aux questions économiques.

Ces caractéristiques font que les économistes sont parfois critiqués comme nous le rappelle l'histoire de l'ex-président américain Harry Truman qui a demandé : trouvez moi un économiste manchot!

PARTICIPATION À LA CONFÉRENCE ANNUELLE DU RÉSEAU EURO-MÉDITERRANÉEN D'ÉTUDES ÉCONOMIQUES

Mme. Sara Loukili, économiste chercheur à Bank Al-Maghrib, a pris part aux travaux de la conférence annuelle du réseau euro-méditerranéen d'études économiques, organisée à distance les 17 et 18 décembre 2021, sur le thème « Quels piliers pour la résilience des modèles socio-économiques post-pandémie du Covid-19 en Méditerranée ? ». Elle a présenté les résultats d'un travail de recherche traitant des facteurs du développement des coopératives au Maroc en mobilisant des données microéconomiques. Retour sur les principaux résultats de ce travail.



L'économie sociale et solidaire (ESS) a été promue pour son potentiel à réduire la pauvreté, à améliorer l'inclusion économique, et à fournir des solutions alternatives aux modèles économiques traditionnels. Un consensus croissant dans la littérature montre que le modèle économique des coopératives (une des structures de l'ESS) peut réduire la pauvreté et faciliter l'autonomisation des femmes.

Dans le contexte marocain, malgré les stratégies poursuivies pour faire des coopératives un nouveau levier de développement, peu de travaux de recherche se sont intéressés à cette problématique. Ce travail propose ainsi d'étudier les structures des coopératives au Maroc en se focalisant sur deux aspects de leur développement : (i) les facteurs déterminants de la croissance de leur chiffre d'affaire, et (ii) les facteurs déterminants de leur survie. Les données employées proviennent d'une enquête quantitative et qualitative conduite dans le cadre de ce travail de recherche. Aussi, et compte tenu de la participation de plus en plus importante des femmes dans les coopératives durant les deux dernières décennies, donnant lieu à des coopératives exclusivement féminines, une dimension genre a été mise en avant dans le cadre de ce travail.

Les résultats de l'étude indiquent l'existence de trois niveaux de déterminants affectant la survie et la croissance d'une coopérative : (i) les facteurs internes (taille, âge, inclusion financière, technologie...etc), (ii) les facteurs liés à la gestion (genre et éducation du président) et (iii) les facteurs externes (cadre légal, zone géographique...etc.). Les facteurs internes impactent plus significativement la croissance du chiffre d'affaire, alors que les facteurs externes impactent plus la probabilité de survie d'une coopérative.

En ce qui concerne la dimension genre, le travail met en exergue le faible rôle joué par les femmes à des positions de leadership. Il montre aussi que les coopératives présidées par des femmes survivent, en moyenne, significativement moins que celles présidées par des hommes. Ce résultat peut être expliqué par les faibles compétences managériales de ces femmes. Il confirme aussi la conclusion selon laquelle attirer les femmes sur le marché du travail ne leur procure pas nécessairement l'autonomie pour la réalisation de leur plein potentiel. Celle-ci, nécessite une réglementation adéquate, un accès à des prestations de protection sociale, une amélioration de l'accès des femmes à une éducation de qualité et à un renforcement continu des capacités.

“



**SÉMINAIRES DE
RECHERCHE**

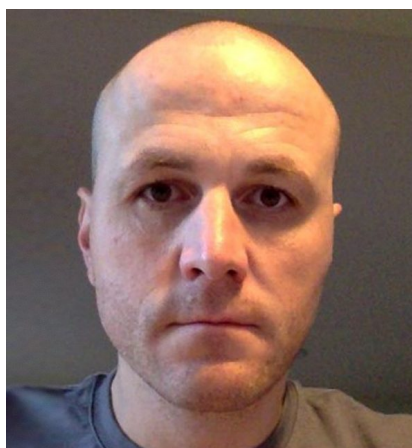
”

RÉFORMES DES RÉGIMES DE CHANGE DANS LES PAYS ÉMERGENTS : QUELLES LEÇONS À TIRER DE L'EXPÉRIENCE HONGROISE ?

M. Zoltan Reppa, Senior Economist à OG Research et expert auprès du BCC Swiss Fund, a animé le 08 octobre 2021, un webinaire sur le thème « *Les réformes du régime de change au sein des économies émergentes : cas de la Hongrie* ». Cette manifestation a eu pour objectifs de i) dresser une chronologie exhaustive du processus de libéralisation du compte capital et de flottement du Forint en Hongrie, ii) explorer les épisodes de mésalignement du taux de change par rapport à sa valeur fondamentale, particulièrement après l'avènement de la crise financière globale de 2008 et enfin, iii) émettre un certain nombre d'enseignements d'ordre politique et opérationnel pour un meilleur monitoring du taux de change dans les pays émergents.



USAGE DES MODÈLES DSGE POUR L'ANALYSE DES INTERACTIONS ENTRE LES SPHÈRES RÉELLE ET FINANCIÈRE AU SEIN DES BANQUES CENTRALES



M. Jaromir Benes, Senior Partner au Cabinet OGRResearch, a animé un webinaire, le 11 novembre 2021, sur le thème « *Utilisation des modèles DSGE dans les Banques centrales pour la modélisation des interactions entre les sphères réelle et financière* ». Lors de ce séminaire, l'expert a exposé les stratégies de modélisation adoptées par les Banques centrales des pays avancés et émergents pour la modélisation des interactions entre les sphères réelle et financière. Il a souligné les spécificités de la modélisation de la politique macroprudentielle et a mis en exergue l'utilité des modèles semi-structurels pour le développement d'un cadre d'analyse de cette politique. Il a aussi couvert les fondements théoriques ainsi que les utilisations pratiques et les apports de ces modèles pour la prise de décision.

MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE : FOCUS SUR LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE AU SEIN DES BANQUES CENTRALES

M. Abdoulaye Seck, Professeur d'économie à l'Université Anta Diop Dakar, a animé, le 9 juin 2021, un webinaire au profit des économistes de Bank Al-Maghrib sur le thème « *Méthodologie de Recherche : focus sur la recherche économique au sein des Banques centrales* ». Lors de son intervention, il est revenu sur les fondamentaux de la recherche appliquée, le choix des thématiques de recherche, les recommandations pour une bonne rédaction des principales composantes d'un document scientifique (choix de l'intitulé, résumé, méthodologie ainsi que la présentation des résultats). En guise de conclusion, l'intervenant a présenté les règles de base d'une communication scientifique réussie.



LA COMMUNICATION AUTOUR DES TRAVAUX RECHERCHE AU SEIN DES BANQUES CENTRALES



M. Daniel Swann, consultant et expert en stratégie de communication a animé, le 30 juin 2021, un webinaire sur la thématique de « *Communication autour de la recherche au sein des Banques centrales : réflexion sur les bonnes pratiques* ». Lors de son intervention, le consultant a abordé la question des enjeux de la communication autour des travaux recherche. Il a notamment souligné l'importance de vulgariser les messages afin d'assurer une compréhension des résultats des travaux scientifiques par le grand public. A cet égard, l'expert a exposé un Benchmark des meilleures pratiques de communication adoptées au niveau des Banques centrales et des institutions internationales.

“



بنك المغرب
BANQUE DU MAROC
BANK OF MOROCCO

ÉQUIPE RECHERCHE

”

NOUVELLES RECRUES

Notre équipe recherche continue à se renforcer. Venez à la rencontre des nouvelles recrues ayant rejoint le Département durant l'année 2021.



Oussama Tilfani est titulaire d'un diplôme d'ingénieur de l'INSEA en 2009, option économie appliquée et un doctorat en mathématiques appliquées à la finance de la Faculté des Sciences et Techniques de Marrakech, intitulée "Essays on financial market dynamics : an investigation from fractal market hypothesis". Ses recherches portent principalement sur les comportements des marchés financiers notamment en période de crise, en utilisant des modèles à partir de la physique statistique, ou l'éconophysique. Il est auteur de plusieurs articles dans des revues internationales indexées : Empirical Economics, Physica A : Statistical Mechanics, Post-communist economies.

Saïda Hajjaji est titulaire d'un master en stratégie et ingénierie financière obtenu à l'Université d'Aix Marseille III à Aix en Provence, elle prépare actuellement un doctorat en sciences économiques et de gestion à l'Université Mohammed V de Rabat. Elle a débuté sa carrière en France en audit en tant qu'analyste des risques au sein de la fondation d'Auteuil à Paris, puis elle a intégré Bank Al-Maghrib pour y occuper plusieurs postes, notamment en tant que chargée de l'inclusion financière. Ses dix années d'expériences professionnelles lui ont permis d'aborder de nombreuses problématiques relatives à la gestion des risques, à la stabilité financière, à l'inclusion financière et à la finance verte.



Chaymae CHAOUI est titulaire d'un master recherche en «financement, banques et investissement» de l'Université Mohammed Premier d'Oujda. Elle prépare actuellement une thèse doctorale en économie et gestion au sein de la même université. Ses travaux de recherche portent sur la finance et la monnaie digitale de banque centrale. Durant son cursus académique, elle a mené des travaux de recherche sur plusieurs thématiques à savoir l'audit interne au sein des institutions publiques, l'inclusion financière, la régulation macro prudentielle et la gestion du risque systémique.

“



بنك المغرب
BANK AL-MAGRIB

AGENDA 2022

”



IMF Economic Review

UNE REPRISE TRANSFORMATIONNELLE : SAISIR LES OPPORTUNITÉS DE LA CRISE

23 et 24 juin 2022

Bank Al-Maghrib, le Fonds Monétaire International et la revue IMF Economic Review organisent les 23 et 24 juin 2022, à Rabat, une conférence conjointe sur la thématique « Une reprise transformationnelle : saisir les opportunités de la crise ». Les travaux de la conférence porteront sur les défis de moyen et long terme auxquels sont confrontées les économies émergentes et en développement après la crise du Covid-19.

Le programme de la manifestation comprend des sessions plénières animées par des conférenciers de haut niveau dont notamment le lauréat du prix Nobel en sciences économiques en 2010, Professeur Christopher Pissarides. Des sessions de recherche feront aussi partie du programme et seront consacrées à la présentation de travaux de recherche sélectionnés par le comité scientifique de l'évènement.



PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES ET CROISSANCE

3 et 4 octobre 2022

Bank Al-Maghrib et l'Université de Lausanne (UNIL) organisent une conférence conjointe sur le thème des petites et moyennes entreprises et la croissance. L'objectif de cette manifestation étant de réunir les chercheurs et décideurs pour échanger autour du rôle des petites et moyennes entreprises dans la stimulation de la croissance en mettant l'accent sur les questions concernant les économies en développement et émergentes, telles que l'accès aux financements externes, l'efficacité managériale, l'informalité, l'innovation et les politiques publiques.

Le programme scientifique prévoit l'organisation d'une session plénière animée par le conférencier principal, M. Imran Rasul, professeur d'économie de University College de Londres, un Policy Panel, marqué par la participation d'éminents chercheurs et des sessions de recherche consacrées à la présentation des papiers retenus par le comité scientifique de la conférence.



www.bkam.ma