

LIBÉRALISATION FINANCIÈRE, RATIONNEMENT DU CRÉDIT ET INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES MAROCAINES

Othman JOUMADY*

***Résumé** - Le comportement des banques et l'action des pouvoirs publics interagissent sur le financement des entreprises. Au Maroc, la libéralisation financière a permis d'éliminer en grande partie les contraintes exogènes au fonctionnement du marché financier. Les contraintes endogènes entraînées par les asymétries de l'information et les problèmes du respect des contrats semblent aussi avoir diminué. Ces résultats sont confirmés par l'étude économétrique du comportement d'investissement des entreprises manufacturières marocaines : le taux d'investissement de ces entreprises ne dépend plus de leurs variables financières contrairement à ce qui prévalait lorsque le système financier était réprimé. Nous mettons en évidence dans cette étude un choc dans la contrainte de crédit des entreprises : les banques semblent avoir eu un comportement temporaire "d'argent facile" suite au désencadrement du crédit en 1991.*

Mots-clés - MAROC - RÉFORMES MONÉTAIRES - INVESTISSEMENT - CONTRAINTE DE CRÉDIT - ASYMÉTRIES INFORMATIONNELLES.

Classification du JEL : D82, E22, O23.

Article issu d'une communication présentée aux XIV^{èmes} Journées de l'Association Tiers-Monde, Colloque "Europe-Méditerranée : vers quel développement ?" CRERI, Université de Toulon et du Var, Bandol-Bendor, 27-29 mai 1998.

* CERDI, Clermont-Ferrand, et LASAARE, Casablanca. o.joumady@cerdi.u-clermont1.fr.

Les théories économiques qui ont influencé l'action des décideurs (États et organismes internationaux) dans les années postérieures à l'indépendance des pays en développement, insistaient sur l'importance du rôle de l'État dans le processus de croissance économique : le secteur privé, considéré comme embryonnaire, et le marché, qui était supposé n'avoir des objectifs qu'à court terme, ne pouvaient, seuls, permettre le développement à long terme de ces pays. Il fallait à l'État des moyens financiers appropriés pour qu'il puisse jouer son rôle. A cet effet, de nombreuses politiques restrictives ont été mises en place : ainsi, le système bancaire était encouragé contrairement au marché boursier, car les réserves obligatoires et la détention de bons du trésor pouvaient facilement être imposées aux banques ; de plus, les taux d'intérêt étaient plafonnés, ce qui jugulait la concurrence entre public et privé dans la recherche de financements ; enfin, les taux de change étaient administrés et les flux de capitaux contrôlés, ce qui permettait à l'État de profiter d'une rente. Pour pallier les déficiences supposées du marché, l'État avait la responsabilité de définir une politique industrielle et de financer des secteurs jugés prioritaires ou stratégiques, comme l'exportation, l'immobilier, l'agriculture... Ces politiques sélectives de crédit nécessitaient une segmentation et un contrôle du système financier. Ces nombreuses mesures visaient à augmenter le flux de ressources domestiques pour le secteur public, sans fortes taxes, inflation ou taux d'intérêt (Fry, 1988). Au début, les politiques étaient censées mettre en place des restrictions financières et non pas une répression financière. Il semble que la répression financière soit la conséquence inattendue de taux d'intérêt nominaux faibles et fixes, combinés à une inflation forte et croissante.

Cette situation de finance réprimée caractérisait le système financier marocain des années soixante et soixante-dix. Le Programme d'Ajustement Structurel mis en œuvre de 1983 à 1993 comportait un volet de réformes financières à entreprendre. Ces réformes ont pour fondement théorique les apports de McKinnon (1973) et de Shaw (1973) : la libéralisation financière devrait permettre une augmentation de l'épargne, une meilleure efficacité dans l'allocation du crédit et une baisse des contraintes financières.

L'objet de cet article est d'analyser les effets de la libéralisation financière sur la contrainte de financement des entreprises manufacturières marocaines. La première partie analyse les effets de la libéralisation financière sur la contrainte de crédit des entreprises lorsque sont prises en considération les asymétries

informationnelles entre entrepreneur et banquier. L'étude des imperfections existantes sur le marché du crédit permettra de distinguer les contraintes endogènes, résultant de problèmes d'informations, des contraintes exogènes provenant de l'action des pouvoirs publics. La deuxième partie donne un bref aperçu des caractéristiques du système financier marocain et des réformes progressives entreprises dans le courant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. La troisième partie présente la méthodologie utilisée pour analyser l'importance de la contrainte de crédit des entreprises. Enfin, une étude économétrique de l'effet de la libéralisation financière sur la contrainte de crédit des entreprises manufacturières marocaine fait l'objet de la dernière partie. Elle est réalisée à partir d'un échantillon d'entreprises manufacturières marocaines provenant de l'Enquête Annuelle du Ministère du Commerce, de l'Industrie et de l'Artisanat du Maroc. Nous montrons qu'au Maroc, la libéralisation financière a permis d'éliminer en grande partie les contraintes exogènes au fonctionnement du marché financier. Les contraintes endogènes entraînées par les asymétries de l'information et les problèmes du respect des contrats semblent aussi avoir diminuées. Ces résultats sont confirmés par l'étude économétrique du comportement d'investissement des entreprises manufacturières marocaines : le taux d'investissement de ces entreprises ne dépend plus de leurs variables financières contrairement à ce qui prévalait lorsque le système financier était réprimé. De plus, nous mettons à jour un choc dans la contrainte de crédit des entreprises : les banques semblent avoir eu un comportement temporaire "d'argent facile" suite au désencadrement du crédit en 1991.

1. DE LA RÉPRESSION A LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE : DISTINCTION ENTRE CONTRAINTES EXOGÈNES ET ENDOGÈNES

McKinnon (1973) et Shaw (1973) ont développé un cadre d'analyse dont la répression financière constitue la toile de fond. Selon ces auteurs, l'intervention des pouvoirs publics dans le fonctionnement du marché financier conduit à un découragement de l'épargne, un rationnement du crédit et une affectation non optimale des ressources. La libéralisation financière et en particulier la libéralisation des taux d'intérêt permettraient selon ces auteurs d'augmenter le niveau de l'investissement, par le biais de l'amélioration du rendement de l'épargne, et de réduire les contraintes de crédit, car le crédit serait alors alloué en fonction de la productivité attendue des projets d'investissements, d'où une efficacité accrue des investissements.

Cho (1986) s'appuyant sur les recherches de l'économie en information

imparfaite appliquée au marché du crédit montre que les arguments pour la libéralisation financière sont incomplets et qu'en particulier ils laissent trop de côté la possibilité que des contraintes endogènes sur le marché du crédit, comme celles entraînées par l'asymétrie informationnelle entre emprunteur et prêteur, soient une barrière à l'allocation efficace du crédit. Cette analyse de Cho concernant l'efficacité allocative du crédit est transposable à notre analyse de la contrainte de crédit. En suivant Cho (1986, p. 193), on peut distinguer deux contraintes possibles sur les marchés du crédit susceptibles d'entraîner un rationnement : la première est exogène, c'est une contrainte légale ou institutionnelle (comme le plafonnement des taux d'intérêt) ; la seconde est endogène, elle provient de coûts entraînés en particulier par la présence de problèmes d'informations sur les marchés financiers. Même s'il existe une concurrence entre banques et s'il y a une libéralisation financière, l'absence de contrainte de crédit n'est pas assurée si ces problèmes dus à l'information sont très importants.

La prise en compte d'informations imparfaites sur le marché financier permet de montrer qu'il peut y avoir une situation d'équilibre caractérisée par un rationnement du crédit¹. Pour avoir un rationnement du crédit, il suffit que le rendement attendu par le prêteur n'augmente pas de manière monotone avec le taux d'intérêt (Jaffee et Stiglitz, 1990, p. 854). Il y a deux raisons pour lesquelles la relation entre taux d'intérêt et gains anticipés du prêteur peut ne pas être monotone croissante : "une hausse du coût du crédit peut avoir pour effet de décourager les emprunteurs les moins risqués (phénomènes d'antisélection) car le rendement de leur projet en cas de réussite est inférieur à ceux des emprunteurs risqués, et ainsi de diminuer le rendement moyen pour le prêteur. De la même façon, une hausse du coût du crédit peut avoir pour effet de sélectionner les projets les plus risqués d'un entrepreneur (phénomènes d'aléa moral)" (Bloch et Coeuré, 1995, p. 163). Ainsi, à partir d'un certain niveau r^* du taux d'intérêt, augmenter ce taux ne va pas entraîner une hausse proportionnelle des gains du prêteur, car aucune banque ne fixera un taux d'intérêt au-dessus de r^* . L'argument standard de l'équilibre de marché ne fonctionne plus. En effet, d'après celui-ci, "[...] si la demande de crédit excède l'offre de crédit, les prêteurs vont augmenter le taux d'intérêt fixé, ce qui va augmenter l'offre et baisser la demande, jusqu'à ce que le marché soit en équilibre. Mais en r^* , aucune banque n'a intérêt à augmenter le taux d'intérêt, car cela aura pour conséquence de réduire ses gains. C'est pourquoi le taux d'intérêt walrasien ne sera pas le taux d'intérêt d'équilibre. A vrai dire, lorsque le taux d'intérêt

¹ Voir les articles fondateurs de Stiglitz et Weiss, 1981, pour le crédit bancaire ; Myers et Majluf, 1984, pour le marché des actions ; et la revue de la littérature de Jaffé et Stiglitz, 1990.

walrasien est supérieur à r^* , l'équilibre du marché est caractérisé par un rationnement du crédit. Chaque banque trouvera qu'il est dans son intérêt de maintenir le taux en r^* , même si la demande de crédits excède l'offre" (Jaffee et Stiglitz, 1990, p. 854).

La question de savoir si les contraintes endogènes peuvent être levées, ou tout au moins diminuées par la libéralisation financière, a été peu étudiée par la littérature théorique. C'est pourtant une question importante si l'on analyse l'effet de la libéralisation financière sur la contrainte de crédit. On doit en effet distinguer entre les deux types de contraintes (endogènes et exogènes) existant sur les marchés financiers réprimés.

Les libéralisations financières comportent deux volets principaux : un ajustement des mécanismes de formation des prix et d'allocation des capitaux dans le but d'accorder une plus grande place au marché, et une refonte ou au moins une adaptation du cadre institutionnel et réglementaire des intervenants sur le marché financier. Le premier volet devrait conduire principalement à réduire les imperfections de marché dues aux interventions publiques, tandis que le second permettrait de réduire les problèmes d'asymétrie d'information (Levine, 1996). Bien évidemment, il y a des relations entre ces deux composantes : une plus grande place donnée aux mécanismes du marché peut entraîner un développement du marché financier qui, à son tour, pourra permettre une réduction des problèmes d'asymétrie d'information. Dans les pays en développement, tout au moins avant que les mouvements de libéralisation financière n'aient eu lieu, on peut penser que les imperfections de marché dues aux interventions des pouvoirs publics sont plus importantes que celles provenant de l'asymétrie d'information (Jaramillo, Schiantarelli et Weiss, 1993). Mais d'autres auteurs estiment que les problèmes d'asymétrie d'information sur le marché des capitaux sont importants dans les pays en développement, sans pour autant affirmer qu'ils le sont plus que ceux provenant des interventions publiques (Stiglitz, 1989).

A court terme, la libéralisation financière peut avoir tendance à entraîner des problèmes d'information plus sévères : les banques font face à de nouvelles entreprises qu'elles n'ont pas eu le temps de connaître. En effet, dans un système de répression financière peu d'entreprises ont accès au crédit bancaire : ce sont surtout les grandes entreprises et les entreprises publiques. De plus, le portefeuille des entreprises de la banque ne varie que peu dans le temps. Ce nombre restreint d'entreprises, sans grande modification dans le temps, permet aux banques de récolter des informations et de se faire une idée assez précise des entreprises

auxquelles elles accordent des crédits. Par ailleurs, en parallèle avec la libéralisation financière, si l'économie est en période d'ajustement structurel, les entreprises anciennement en croissance (car protégées) peuvent ne plus l'être, les banques verront donc le rendement de leur portefeuille se modifier même si les entreprises en faisant partie sont les mêmes. A plus long terme, les banques vont mettre en place et apprendre à utiliser les outils d'analyse de projets d'investissement. Cet effort est rendu nécessaire par le cadre concurrentiel du système bancaire : les banques ont tout intérêt à développer des mécanismes permettant de surmonter les asymétries d'information. Ici, le rôle des pouvoirs publics est important, car la mise en place de législations permettant aux parties contractantes de faire face en cas de non respect du contrat par l'une des deux parties est primordial.

Finalement, comme le notent Schiantarelli, Atiyas, Caprio, Harris et Weiss (1993, p. 22), la question de savoir si les contraintes financières ont décliné suite à la libéralisation financière ne peut être résolue que d'une façon empirique car, comparer le système financier avant et après libéralisation financière revient à comparer deux marchés imparfaits. Aussi, avant de passer à une analyse empirique de la relation entre libéralisation financière et contrainte de crédit dans le cas du Maroc, est-il important de connaître les caractéristiques de la répression financière dans ce pays.

2. ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE DES TAUX D'INTÉRÊT ET DE LA SÉLECTIVITÉ DANS LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT AU MAROC

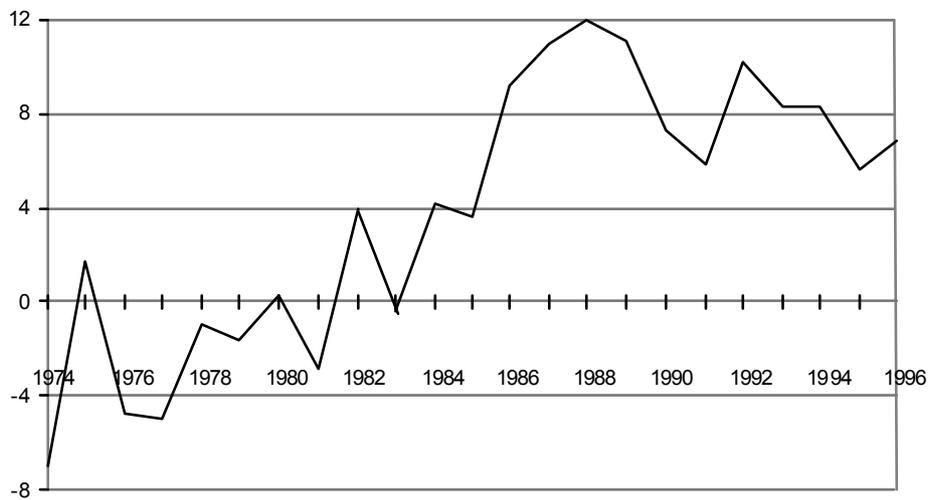
Le marché financier marocain des années quatre-vingt était caractérisé par une intervention importante des autorités monétaires dans le refinancement des banques et dans l'utilisation de leurs avoirs. Ces restrictions financières ont été mises en place dans les années soixante pour favoriser le financement de l'État et permettre une politique de sélectivité dans la distribution du crédit. Plusieurs instruments facilitaient ces objectifs : les emplois obligatoires, l'encadrement du crédit, le réescompte auprès de l'Institut d'Émission. Le financement de l'État par les concours bancaires était assuré grâce à l'obligation faite aux banques de détenir un portefeuille minimum en Bons du Trésor. Ce plancher d'effets publics a été institué en 1967. Le montant de ce portefeuille variait de 30 à 35 % des exigibilités des banques jusqu'au début des années quatre-vingt-dix. Encore aujourd'hui, les autorités monétaires interviennent pour favoriser le financement de certains secteurs économiques jugés prioritaires. Toutefois la situation actuelle de la politique de sélectivité dans la distribution du crédit n'est pas comparable à celle

qui prévalait à la fin des années 1980. Après avoir présenté l'évolution de la politique des taux d'intérêt, nous verrons dans quelles mesures l'État s'est désengagé de son intervention de sélectivité du crédit.

2.1. La libéralisation progressive de la politique des taux d'intérêt

Depuis l'indépendance et jusqu'en 1983 les autorités monétaires ont poursuivi une politique de taux d'intérêt rigides. L'administration des taux créditeurs prenait la forme d'une fixation du niveau des rendements des diverses catégories de dépôts. Quant aux taux débiteurs, ils étaient fixés sous forme de fourchettes sauf pour les crédits dits spéciaux (céréales, crédits à moyen terme mobilisables, etc.) qui étaient fixes ; en pratique, le taux d'intérêt appliqué par les banques correspondait généralement à la limite supérieure de la fourchette. D'autre part, le régime des commissions et conditions que les banques devaient appliquer à la clientèle était fixé par la réglementation. Cette politique de faibles taux d'intérêt accompagnée de taux d'inflation à deux chiffres rendait les taux d'intérêt réels négatifs (voir figure n° 1).

Figure n° 1 : Taux d'intérêt débiteur réel (crédits à moyen terme mobilisables) au Maroc : 1974 - 1996



Source : El Abdaimi, 1994, page 238, complété à partir des rapports annuels de Bank Al Maghrib.

Une nouvelle politique des taux fut appliquée suite à la mise en place du Programme d'Ajustement Structurel en 1983. Les réformes successives entreprises entre 1985 et 1990 restaient timides et visaient principalement à fixer des taux d'intérêt plus proches de ceux en vigueur à l'étranger et surtout à les rendre positifs en termes réels (voir figure n° 1). La libéralisation du système financier et bancaire s'est accélérée entre 1990 et 1991 avec le désencadrement du crédit, la volonté de libéraliser la plupart des taux d'intérêt et celle d'éliminer progressivement les emplois obligatoires des fonds par les banques. La libéralisation des taux a été enclenchée progressivement en touchant les taux d'intérêt créditeurs (juillet 1990) avant d'être étendue aux taux d'intérêt débiteurs appliqués aux crédits à moyen et long terme (octobre 1990) et aux crédits à court terme (janvier 1991). Cette libéralisation n'a été réellement effective qu'à compter de février 1996 avec la suppression des plafonds des taux débiteurs ainsi que des taux fixes qui profitaient encore à certains crédits privilégiés.

2.2. Évolution de la sélectivité dans la distribution du crédit

La sélectivité du crédit devait permettre d'assurer une meilleure allocation du crédit en favorisant le financement des activités jugées prioritaires. Ainsi, la création d'organismes financiers spécialisés se justifiait par les crédits à moyen et long terme qu'ils devaient accorder dans des conditions favorables au secteur de l'industrie (Banque Nationale pour le Développement Économique), de l'agriculture (Caisse Nationale de Crédit Agricole), de l'immobilier et de l'hôtellerie (Crédit Immobilier et Hôtelier). D'autre part, les autorités monétaires intervenaient activement sur le marché financier pour favoriser le financement de certains secteurs économiques jugés prioritaires, soit par des mesures incitatives ou encore des mesures contraignantes. Pour inciter les banques à financer des secteurs choisis par l'État, plusieurs caractéristiques attrayantes étaient données aux crédits de ces secteurs : des exemptions aux restrictions et limitations de crédit en période d'encadrement, des possibilités de réescompte à des taux de refinancement intéressants. Ces financements privilégiés ont porté sur trois catégories de concours bancaires : les crédits à moyen terme réescomptables destinés à la petite et moyenne entreprise et aux jeunes promoteurs (CMTR/PME-JM), les crédits à l'exportation et enfin les crédits de financement des céréales². Les mesures

² Sur l'effectivité de ces mesures, notons qu'à la fin 1990, à la veille du désencadrement, les CMTR/PME-JM et les crédits export avaient représenté le tiers des crédits distribués par les banques (Berrada, 1998, p. 47).

contraignantes étaient de deux types :

1. Des crédits étaient imposés aux banques sur des secteurs dont elles se désintéressaient. Il s'agit premièrement des concours "OCA", accordés aux organismes coopératifs et agricoles ; chaque année les autorités monétaires fixaient les avances à débloquer par banque et les taux à appliquer. Cette décision concernait aussi les crédits "ERAC" dont jouissaient les Établissements Régionaux d'Aménagement et de Construction.
2. Des emplois obligatoires permettaient le financement d'activités jugées prioritaires (voir tableau n° 1). Citons brièvement les quatre secteurs concernés : l'agriculture à travers les Bons de Caisse CNCA à 1 an que les banques devaient acquérir et conserver (3,50 % en 1990) ; les PME dont l'investissement était conforté par le portefeuille minimum des effets représentatifs des CMTR/PME et jeunes promoteurs (5,50 % en 1990) ; le logement et l'habitat économique par l'application du coefficient d'emploi en crédits immobiliers (6 % en 1990) et du portefeuille des Bons du Trésor à 1 an (1 % en 1991) ; l'exportation, enfin, avec le coefficient de retenue pour la créance née en devises (4 % en 1990).

Avec la nouvelle politique monétaire, et en accord avec les ajustements structurels en cours, le développement du rôle du marché est encouragé avec la volonté de favoriser la liberté de comportement des intermédiaires financiers. Ainsi, en décembre 1990, les autorités monétaires ont décidé de désencadrer le crédit et ont affirmé l'intention d'éliminer progressivement les emplois obligatoires de fonds par les banques et d'abandonner graduellement les financements privilégiés par réescompte. Ces intentions ont été suivies d'effets comme on peut le constater à partir du tableau n° 1 : certains des emplois obligatoires ont connu une baisse de leurs taux minimums, d'autres étant supprimés³, et les crédits imposés aux banques par les autorités monétaires (OCA et ERAC) ont été abandonnés.

Berrada (1998, p. 77) constate que l'abandon des conditions de refinancement préférentiel pour certaines catégories de titres (CMTR/PME-JM, crédits à l'exportation et crédits de financement des céréales) a été moins aisé : "après une diminution des critères relatifs aux CMTR/PME-JM, en juillet 1991, les autorités monétaires les ont augmentés, en juillet 1993, en les portant de nouveau à leur niveau de 1989 suite aux pressions qui se sont exercées sur elles de la part des

³ Parmi les emplois obligatoires, seuls les taux de réserves monétaires (voir tableau n° 1) ont été revus à la hausse suite à l'emballlement du crédit (hausse de 33 % en 1991) lié au désencadrement. Ils ont atteint 25 % en octobre 1992.

opérateurs économiques [...]"

**Tableau n° 1 : Évolution des taux minimums
d'emplois obligatoires de fonds par les banques**

	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1994	Fin 1997
Réserve monétaire	15 %	18 %	10 %	10 %
Effets publics	35 %	32 %	25 %	10 %
Bons CNCA à 1 an	3,5 %	3 %	2 %	2 %
CMTR/PME-JE	5,5 %	5 %	supprimé	-
Crédits logement	6 %	5 %	supprimé	-
Créances exportation	4 %	3 %	supprimé	-
Bons du Trésor à 1 an	-	1 %	1 %	1 %

Source : Composé à partir de Berrada (1998) et de Cherkaoui (1992).

La libéralisation de l'activité financière s'est accompagnée de nombreuses réformes institutionnelles : tout d'abord, de la loi bancaire de 1993 ayant pour objet d'unifier le dispositif juridique applicable à l'ensemble des établissements bancaires et financiers, d'élargir le cadre de la concertation entre les autorités monétaires et les institutions financières et enfin de renforcer la protection des déposants et emprunteurs ; puis, de la privatisation de la Bourse des Valeurs de Casablanca qui passe en 1993 du statut d'établissement public à celui de société privée ; et enfin, de la mise en place du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières chargé de veiller à la transparence et à la sécurité du marché boursier.

Ces réformes institutionnelles et celles visant à renforcer le rôle des mécanismes de marché dans le système financier avaient pour objectifs principaux d'encourager la collecte de l'épargne et d'améliorer le financement de l'économie. Mourji et Joumady (1997) ont étudié l'impact de ces réformes sur l'efficacité de l'allocation du crédit. Il ressort de cette étude que les banques marocaines ont toujours accordé une importance à la performance, prise en compte par l'efficacité technique des entreprises manufacturières. Avant d'analyser l'impact de ces réformes sur la contrainte de crédit des entreprises marocaines, nous présentons la méthode qui sera utilisée.

3. MISE EN ÉVIDENCE DE LA CONTRAINTE DE CRÉDIT : COMPARAISON DE DEUX RÉGIMES D'INVESTISSEMENT

Les recherches visant à déterminer sur le plan empirique l'effet d'imperfections de marché de type exogène sur la contrainte de crédit des

entreprises s'inspirent de méthodes développées pour analyser la contrainte de crédit en présence d'imperfections de marché de type endogène. Ces méthodes sont basées sur le comportement d'investissement des entreprises et partent de la non validité du principe d'indépendance de Modigliani et Miller (1958) en présence d'imperfections de marché.

Modigliani et Miller (1958) montrent que sous certaines hypothèses, dont l'absence d'imperfections de marché, les décisions d'investissement sont indépendantes de la structure financière de l'entreprise. Ce principe d'indépendance n'est plus valable si l'on prend en compte la présence de contraintes endogènes ou exogènes sur le marché financier (Jaffee et Stiglitz, 1990, p. 876). Dans cette situation des variables financières de l'entreprise détermineront le montant de l'investissement réalisable. Cette relation entre variables financières et investissement va permettre de déterminer si les entreprises sont contraintes. L'article abondamment cité de Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) a enclenché toute une série d'études microéconométriques testant l'influence des contraintes d'accès au marché du crédit sur l'investissement⁴ : certaines de ces études se basent sur l'estimation de modèles d'investissement (néoclassiques, basés sur le Q de Tobin ou avec principe d'accélérateur) auxquels sont ajoutées des variables financières. Ces estimations sont effectuées par classes d'entreprises : les emprunteurs sont classés selon leur facilité d'accès au marché du crédit. Le critère de classement est choisi a priori : les entreprises susceptibles d'être contraintes sont de petite taille, jeunes, ne font pas partie de conglomérats ou distribuent peu de dividendes. Les auteurs examinent alors les différences dans les coefficients estimés dans chacune des classes : un coefficient significatif des variables financières "révèle l'existence d'une contrainte de financement, un coefficient plus élevé pour une classe d'entreprises par rapport à une autre correspond à des contraintes plus fortes" (Bloch et Coeuré, 1995, p. 170).

Les auteurs qui s'intéressent aux effets des changements structurels des marchés financiers sur la contrainte de crédit des entreprises ont repris les mêmes démarches que celles initiées par Fazzari, Hubbard et Petersen (1988)⁵. Ces derniers notent que le modèle d'investissement de type accélérateur traditionnel est

⁴ Voir Schiantarelli (1995) pour une revue de la littérature.

⁵ A notre connaissance quatre études existent sur les liens entre changements structurels des marchés financiers et contrainte de crédit des entreprises : Harris, Schiantarelli et Siregar, 1994, pour l'Indonésie ; Jaramillo, Schiantarelli et Weiss, 1993, pour l'Equateur ; Hoshi, Kashyap et Scharfstein, 1990, pour le Japon et Atiyas (cité par Schiantarelli, Atiyas, Caprio, Hariis and Weiss, 1993, p. 24) pour la Corée du Sud.

parmi les modèles d'investissement les plus performants dans les travaux empiriques⁶. La raison du choix de cette spécification tient aussi aux données dont nous disposons. La spécification de notre modèle est la suivante : sous l'hypothèse d'absence de contraintes de crédits, les décisions d'investissement de l'entreprise sont indépendantes de leurs choix financiers, elles ne dépendent que des anticipations de profit (prises en compte par la variation du niveau de la production) et de leurs investissements passés. La forme réduite de la fonction d'investissement de type accélérateur est la suivante :

$$(I/K)_{i,t} = a_1 (I/K)_{i,t-1} + a_2 (\Delta Y/K)_{i,t} + v_{i,t}$$

avec : I : investissement
K : stock de capital
 ΔY : variation de la production ($Y_{i,t} - Y_{i,t-1}$)
v : terme aléatoire
i : entreprise
t : année

Cette hypothèse d'indépendance est rejetée en présence de contraintes endogènes (asymétries de l'information) ou exogènes (interventions des autorités publiques) qui entraînent une contrainte de financement des entreprises : l'investissement des entreprises contraintes financièrement dépendra de variables financières. Nous prenons en compte deux types de contraintes :

1. Nous supposons tout d'abord que le niveau d'endettement de l'entreprise influera sur son aptitude à financer ses investissements sur ressources externes : les entreprises fortement endettées ont à payer une prime à l'accès à la finance externe. Pour cette raison, il arrive même que les banques n'acceptent pas d'octroyer un prêt aux entreprises trop fortement endettées. Aussi, devrait-il y avoir une relation négative entre l'investissement et le niveau d'endettement lorsque les entreprises sont contraintes. Pour les entreprises non contraintes,

⁶ De nombreuses études de la contrainte de crédit des entreprises utilisent un modèle d'investissement de type accélérateur : Schiantarelli et Sembenelli, 1996, pour étudier la différence de rationnement financier entre entreprises indépendantes et entreprises affiliées à des groupes nationaux ou étrangers ; Harris, Schiantarelli et Siregar, 1994, et Jaramillo, Schiantarelli et Weiss, 1993, pour analyser les liens entre libéralisation financière et contrainte de crédit ; Fazzari, Hubbard et Petersen, 1988, à côté de spécifications en termes de Q de Tobin ou de modèle d'investissement néoclassique ; Tybout, 1983, dans son article sur les différences de comportements d'investissement entre les petites et grandes entreprises colombiennes.

cette variable ne devrait pas être significative. Le niveau d'endettement sera pris en compte à partir du rapport entre les frais financiers et le stock de capital, car la variable dettes n'est pas disponible.

2. Si les marchés sont segmentés ou si les problèmes d'asymétrie d'information sont importants, certaines entreprises auront un accès limité ou nul à l'emprunt, elles seront donc amenées à autofinancer leurs investissements. Dans un tel cas, le niveau d'investissement sera fonction de la capacité d'autofinancement de l'entreprise.

Avec ces hypothèses, la fonction d'investissement de type accélérateur augmentée des variables financières est modélisée sous la forme :

$$(I/K)_{i,t} = \alpha_1 (I/K)_{i,t-1} + \alpha_2 (\Delta Y/K)_{i,t} + \alpha_3 (CAF/K)_{i,t-1} + \alpha_4 (D/K)_{i,t-1} + v_{i,t}$$

avec :

- I : investissement
- K : stock de capital
- ΔY : variation de la production ($Y_{i,t} - Y_{i,t-1}$)
- CAF : capacité d'autofinancement
- D : frais financiers
- v : terme aléatoire
- i : entreprise
- t : année

C'est cette forme réduite de la fonction d'investissement que nous allons estimer, sur des données d'entreprises manufacturières marocaines, pour analyser l'effet de la libéralisation financière sur la contrainte de crédit des entreprises.

Par simplification, nous adoptons la notation suivante :

$$I/K = \alpha_1 INVK + \alpha_2 DYK + \alpha_3 CAFK + \alpha_4 FFK + v$$

4. RÉFORMES DU MARCHÉ DES CAPITAUX ET CONTRAINTE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES MANUFACTURIÈRES MAROCAINES : ANALYSE MICROÉCONOMÉTRIQUE

Notre analyse économétrique des effets des réformes du marché des capitaux sur la contrainte de financement des entreprises s'insère dans le prolongement des études de Harris, Schiantarelli et Siregar (1994) et de Jaramillo, Schiantarelli et

Weiss (1993). Ces auteurs supposent l'existence de deux périodes distinctes : pré- et post-libéralisation. Ils comparent alors les résultats de leurs estimations entre ces deux périodes. Pour notre part, à la lumière du processus graduel de libéralisation financière au Maroc, l'équation d'investissement est estimée pour chacune des années de notre échantillon, en l'occurrence la période allant de 1988 à 1996. Nous ne faisons pas l'hypothèse d'une année charnière : 1991 n'est pas "l'année de toutes les réformes" mais plutôt l'année où les décideurs ont affirmé leur volonté d'entreprendre de telles réformes.

Le modèle a ainsi été estimé sur données transversales par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) pour les années allant de 1988 à 1996, l'année 1989 a été écartée pour cause de données manquantes (se reporter aux annexes pour la présentation de la base de données utilisée, la construction des variables et les résultats détaillés des régressions). L'utilisation des MCO est rendue possible : l'hypothèse d'endogénéité des variables DYK, CAFK et FFK est rejetée au seuil de 5 % par le test d'Hausman (1978)⁷. Le LM-test de Breush-Pagan a été mis en œuvre pour tester l'hypothèse d'hétéroscédasticité. Lorsque ce test rejette l'hypothèse d'homoscédasticité, nous avons réestimé nos équations en utilisant la correction de White (Greene, 1992, p. 249-250).

4.1. Estimations pour l'ensemble des entreprises

La forte significativité de la variable INVK révèle que l'investissement des entreprises manufacturières marocaines dépend fortement de leurs investissements passés. Le coefficient d'accélération (α_2 , coefficient de DYK) est significatif pour les années 1990, 1993, 1994 et 1995, il ne l'est pas pour les autres années : il semblerait que les fortes contraintes financières des entreprises empêchent celles-ci d'avoir un comportement d'investissement qui suivrait l'évolution de la demande de leurs produits. En effet, ces régressions révèlent, par la significativité des coefficients estimés des variables financières (CAFK et FFK), la présence de contraintes financières des entreprises marocaines sur la période 1988-1996. Des valeurs positives de ces coefficients en sont l'illustration.

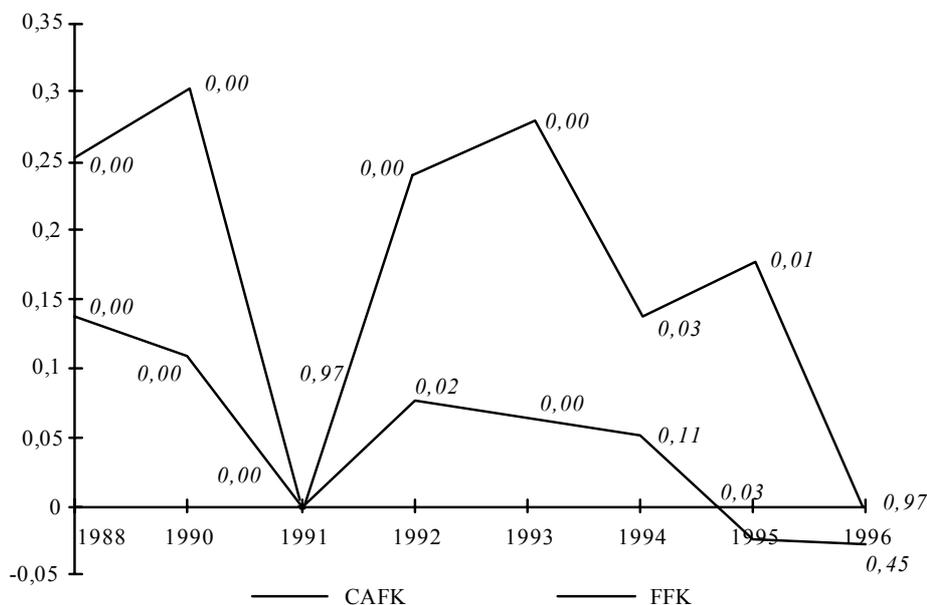
Les valeurs positives des coefficients de la variable FFK contredisent l'hypothèse posée d'une relation négative entre le niveau d'endettement et

⁷ Variables instrumentales utilisées : résultat sur capital, chiffre d'affaire, variation du chiffre d'affaire, frais financiers sur capital, variation de la production, investissement sur capital et effectif (toutes les variables étant retardées d'une année).

l'investissement représentant la prime d'accès à la finance externe. Les entreprises déjà endettées semblent plus aptes à avoir recours à un financement externe. Avoir obtenu un prêt dans la période passée joue comme un signal auprès de l'intermédiaire financier selon lequel l'entreprise remplit certaines conditions de solvabilité. Cette relation positive peut-être expliquée par le comportement des banques marocaines habituées à des relations personnalisées avec les entreprises : une entreprise ayant accès au crédit bancaire aura plus de facilités à emprunter de nouveau. Cette discrimination des banques à l'égard des entreprises n'ayant pas eu accès au crédit est importante au Maroc : il apparaît en effet une forte segmentation entre des entreprises qui ont un large accès au financement bancaire et d'autres qui en sont exclues. Mourji (1998) a montré que sur un échantillon de 648 micro-entreprises marocaines, seules 18,7 % estiment qu'elles remplissent les conditions pour solliciter un emprunt bancaire et finalement 12 % seulement y accèdent. La question de la finance informelle ne peut être étudiée à partir des données de l'enquête. Harris, Schiantarellei, et Siregar (1994) trouvent un résultat identique pour l'Indonésie : la variable niveau d'endettement joue positivement sur le niveau d'investissement des grandes entreprises. Dans leur étude, ils montrent que cet effet positif est finalement uniquement présent pour les entreprises faisant partie d'un conglomérat. Cette hypothèse n'a pu être testée dans le cas des entreprises marocaines : nous ne disposons pas d'informations permettant de juger de l'appartenance à un conglomérat. Cette hypothèse ne semble pas valable pour expliquer le signe positif de la variable niveau d'endettement des petites entreprises : il est peu probable que des petites entreprises fassent partie d'un groupe industriel.

Toutefois, une évolution à la baisse de ces contraintes est sensible, avec un choc important en 1991, date des réformes nombreuses des marchés des capitaux entreprises au Maroc. La figure n° 2 permet de visualiser ces tendances.

Figure n° 2 : Coefficients estimés des variables CAFK et FFK entre 1988 et 1996 pour l'ensemble des entreprises



Les nombres en petits caractères correspondent aux probabilités de rejet de l'hypothèse de non nullité des coefficients.

De plus, les faibles valeurs en 1996 ne sont pas significativement différentes de zéro, ce qui confirme l'impression première d'une baisse des contraintes financières. L'investissement des entreprises, conformément au théorème de Modigliani-Miller, ne dépend plus de la capacité d'autofinancement en 1994 et 1996, n'en dépend que peu en 1995 ; en outre, en 1996, il ne dépend plus du niveau d'endettement. Cela laisse penser que la libéralisation financière a réussi l'un des ses objectifs qui est de faciliter le financement des entreprises. Les faibles valeurs des coefficients de CAFK et FFK en 1991 seraient la conséquence d'une "euphorie" des banques dans la distribution de crédits : la suppression de l'encadrement au début de 1991 s'est traduite par une expansion importante des concours bancaires (33 %). Par la suite, Bank Al Maghrib, craignant une dérive inflationniste, a fortement augmenté le taux de réserve monétaire des banques, passant de 15 % début 1991 à 25 % en 1992 (Berrada, 1998).

Ces résultats sur l'ensemble des entreprises de l'échantillon ne montrent qu'une image partielle des effets de la libéralisation financière sur la contrainte de crédit des entreprises. La répression financière au Maroc était caractérisée par des mécanismes restrictifs n'affectant pas indistinctement les différentes entreprises.

En particulier de nombreuses mesures étaient prises en faveur des petites et moyennes entreprises, des entreprises s'installant dans des zones géographiques peu développées, ou encore des entreprises exportatrices. Aussi a-t-on entrepris de distinguer les entreprises en fonction de la taille. Une analyse des différences entre entreprises exportatrices/non-exportatrices, en fonction de leur âge et de leur localisation, reste à faire.

4.2. Estimations par taille d'entreprises

La libéralisation financière pourrait avoir un impact négatif sur le financement des petites et moyennes entreprises (que l'on regroupe sous le terme de petites entreprises) pour deux raisons principales :

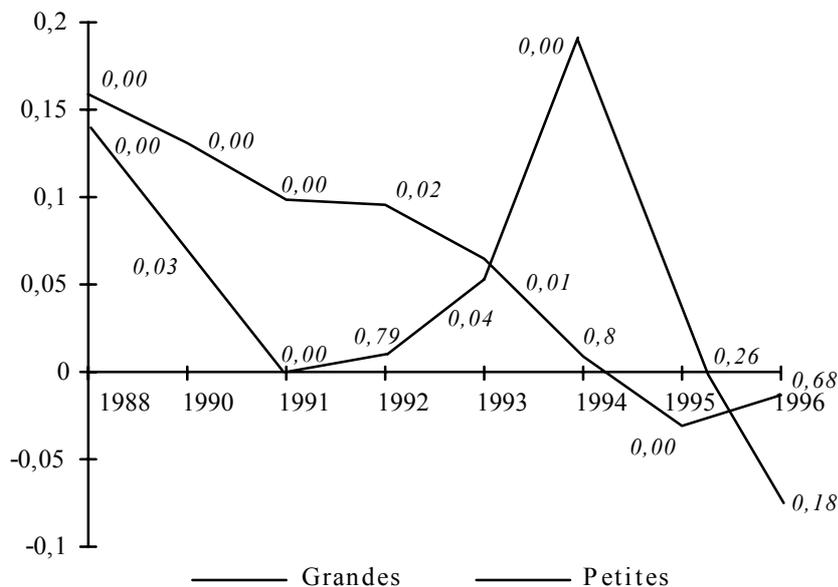
1. Sont supprimées des mesures telles que la sélectivité du crédit favorisant les petites entreprises, ou encore le refinancement privilégié des effets représentatifs des créances à moyen terme réescomptables, qui sont destinés à la petite entreprise.
2. Une fois supprimées les restrictions imposées aux banques dans leur activité d'octroi de crédit, les banques peuvent alors choisir les projets d'investissements à financer en fonction de leurs objectifs propres. Or les banques sont méfiantes vis-à-vis des petites entreprises : l'asymétrie informationnelle entre le banquier et l'entreprise est importante. Les garanties que peuvent présenter les entreprises peuvent servir à mitiger les risques encourus par ces problèmes d'information, or les garanties des petites entreprises ne sont pas comparables à celles d'entreprises de plus grande taille. Cette discrimination des banques à l'égard des petites entreprises est importante au Maroc : il apparaît une forte segmentation entre des entreprises qui ont un large accès au financement bancaire et d'autres qui en sont exclues.

Une fois les contraintes exogènes éliminées grâce à la libéralisation financière, les grandes entreprises devraient connaître une amélioration de leur accès à la finance externe, étant donné qu'elles sont moins touchées par les contraintes de type endogène qui sont entraînées par les problèmes d'information imparfaite.

Les coefficients des variables financières devraient donc être de plus en plus faibles et de moins en moins significatifs pour les grandes entreprises au fur et à mesure du processus des réformes sur le marché des capitaux. Pour les petites entreprises, c'est une question empirique de savoir si les contraintes exogènes une fois éliminées, les contraintes endogènes ne deviennent pas plus importantes.

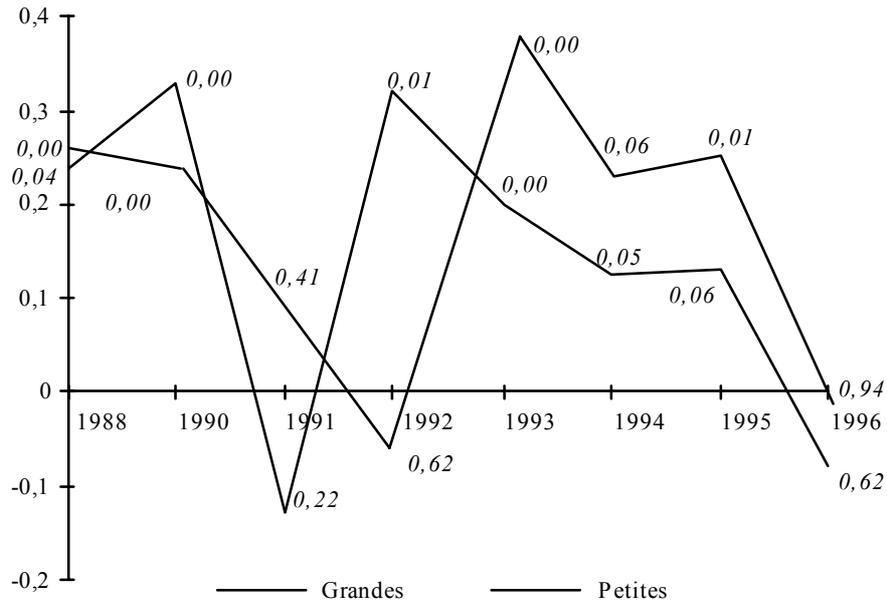
La distinction par taille des entreprises nous permet de constater (figure n° 3) que "l'euphorie" de 1991 a surtout profité aux petites entreprises en ce qui concerne la relation entre capacité d'autofinancement et investissement. Elles retrouvent leur situation d'entreprises contraintes jusqu'en 1994 puis connaissent une amélioration de leur situation dans l'accès à la finance externe à partir de cette date. Les grandes entreprises n'ont pas connu de rupture dans la baisse de leur contrainte de financement externe représentée par la variable CAFK.

Figure n° 3 : Coefficients estimés de la variable CAFK entre 1988 et 1996 pour les petites et grandes entreprises



La relation entre niveau d'endettement (FFK) et investissement connaît une même évolution pour les petites et les grandes entreprises (figure n° 4). La distinction entre petites et grandes entreprises n'apporte pas de nouveaux éléments sur le comportement des banques marocaines. Remarquons le décalage dans les courbes des coefficients de la variable FFK, pour l'année du choc, entre les petites et les grandes entreprises : on peut supposer que ces dernières ont eu accès à des financements bancaires et auraient fait profiter les petites entreprises (leurs sous-traitantes) de ces fonds.

Figure n° 4 : Coefficients estimés de la variable FFK entre 1988 et 1996 pour les petites et grandes entreprises



CONCLUSION

Cette étude visait à explorer les effets de la libéralisation financière sur la contrainte financière des entreprises manufacturières marocaines. La méthode statistique utilisée a consisté à estimer une fonction d'investissement augmentée de variables financières, qui visent à renseigner sur l'existence de contraintes de crédit des entreprises.

Nous avons montré l'aspect graduel des réformes financières entreprises au Maroc dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Ce gradualisme nous a amené, pour notre étude économétrique, à ne pas considérer deux périodes distinctes (pré- et post-libéralisation) mais plutôt à adapter notre analyse à cette caractéristique. Aussi, avons-nous estimé l'équation d'investissement pour chacune des années de notre échantillon (1988-1996), recouvrant ainsi la période des réformes du marché des capitaux.

Ces réformes du marché des capitaux ont permis d'éliminer en grande partie les contraintes exogènes au fonctionnement du marché financier. Les contraintes endogènes entraînées par les asymétries de l'information et les problèmes du respect des contrats semblent aussi avoir diminué. Ces résultats sont confirmés par l'étude économétrique du comportement d'investissement des entreprises manufacturières marocaines : le taux d'investissement de ces entreprises ne dépend plus de leurs variables financières contrairement à ce qui prévalait lorsque le système financier était réprimé. De plus, nous mettons à jour un choc dans la contrainte de crédit des entreprises : les banques semblent avoir eu un comportement temporaire "d'argent facile" suite au désencadrement du crédit en 1991.

ANNEXE 1

Présentation de la base de données

L'échantillon provient de l'Enquête Annuelle du Ministère du Commerce, de l'Industrie et de l'Artisanat du Royaume du Maroc. Cette enquête porte sur l'ensemble des établissements manufacturiers. L'échantillon comporte 613 entreprises tirées au hasard pour l'année 1990. Ces entreprises sont suivies année par année de l'année 1986 à l'année 1996. Les années 1986 et 1987 ont été utilisées pour la construction des variables retardées. L'année 1989 a été écartée à cause du manque de données.

En 1990, l'enquête comptabilisait près de 6 000 établissements manufacturiers au Maroc. Pour assurer une représentativité à l'échantillon, nous avons écarté une entreprise qui représentait à elle seule 30 % du chiffre d'affaires total des 613 entreprises en 1990. Sachant que l'échantillon comporte 10 % des entreprises de la population mère, le tableau n° a1 donne une indication sur sa représentativité.

Tableau n° a1 : Représentativité de l'échantillon (année 1990)

	Production	Effectif permanent	Investissement	Exportation
Part dans la population totale	12 %	12 %	19 %	8 %

Source : Tableau élaboré à partir des données de l'échantillon de 612 entreprises manufacturières et de l'Enquête Annuelle du Ministère du Commerce, de l'Industrie et de l'Artisanat (Maroc).

ANNEXE 2

Construction des données

- **La capacité d'autofinancement**

La capacité d'autofinancement ne figure pas parmi les données de l'enquête. Elle a été calculée à partir du résultat d'exploitation. Les produits financiers et les éléments exceptionnels n'étant pas disponibles, deux hypothèses ont été nécessaires :

Hypothèse i

A partir des données d'entreprises manufacturières cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca⁸, a été trouvée une moyenne du ratio produits financiers sur charges financières égale à 0,316 avec une variance de 0,099. Les produits financiers des entreprises de notre échantillon sont estimés comme étant égaux à 0,316 fois les frais financiers.

Hypothèse ii

Les produits exceptionnels compensent les charges exceptionnelles.

- **Stock du capital**

Utilisation de la méthode de l'inventaire perpétuel :

$$K_{it} = K_{i(t-1)} - \delta K_{i(t-1)} + I_{it}$$

avec :

K_{it} : immobilisations brutes

I_{it} : investissement

δ : coefficient de dépréciation

Le manque d'informations nous a amené à supposer que les investissements

⁸ Données utilisées : les 18 entreprises manufacturières cotées à la BVC en 1994 et 1995.

sont homogènes. Ils ont été déflatés par le même indice : celui des prix de gros du secteur industriel. A la suite de Maghraoui (1995) nous faisons l'hypothèse d'un coefficient de dépréciation égal à 0,06.

ANNEXE 3

Résultats détaillés des estimations

Tableau n° a2 : Estimation de la fonction d'investissement sur l'ensemble des entreprises sur la période 1988-1996. Variable expliquée : I/K

	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
INVK	0,193**	0,278**	0,313**	0,219**	0,443**	0,531**	0,375**	0,511**
DYK	-0,001	0,017*	0,012	0,012	0,021**	0,031^	-0,009*	-0,009
CAFK	0,138**	0,108**	0,0001**	0,076*	0,064**	0,052	-0,025*	-0,027
FFK	0,254**	0,308**	-0,002	0,24**	0,28**	0,13*	0,18**	0,004
Constante	0,022^	0,019*	0,066**	0,051**	0,008	0,014*	0,026**	0,078**
BP (4 ddl)	44	76	18	25	111	87	127	22
R ² ajusté	0.24	0.25	0.21	0.12	0.41	0.37	0.41	0.15
Nbre d'Obs.	275	351	337	299	315	218	227	167

INVK : Taux d'investissement de la période précédente ; DYK : variation de la production sur le stock de capital ; CAFK : capacité d'autofinancement sur stock de capital ; FFK : frais financiers sur stock de capital ; BP (ddl) : valeur de la statistique du LM-test de Breush-Pagan (quatre degrés de liberté) ; Nbre d'Obs. : nombre d'entreprises dans l'échantillon ; Coefficients statistiques significatifs à 1 % (**); 5 % (*); 10 % (^).

Tableau n° a3 : Estimation de la fonction d'investissement pour les petites et moyennes entreprises et pour les grandes entreprises sur la période 1988-1992. Variable expliquée : I/K

	1988		1990		1991		1992	
	Petites	Grandes	Petites	Grandes	Petites	Grandes	Petites	Grandes
INVK	0,132*	0,268**	0,236*	0,275**	0,285**	0,322**	0,209	0,198**
DYK	0,018*	-0,015^	0,024^	0,014	-0,014	0,019^	-0,004	0,014
CAFK	0,137**	0,158**	0,074*	0,131**	0,001**	0,098**	0,011	0,094**
FFK	0,259**	0,239	0,234*	0,329**	0,101	-0,12	-0,058	0,32**
Constante	0,0002*	0,021	0,0178^	0,329^	0,044**	0,083**	0,061**	0,051**
BP (4ddl)	29	44	52	23	11	11	11	17
R ² ajusté	0,24	0,26	0,18	0,23	0,24	0,24	0,1	0,15
Nbre d'Obs	150	125	186	165	164	173	128	171

INVK : Taux d'investissement de la période précédente ; DYK : variation de la production sur le

*stock de capital ; CAFK : capacité d'autofinancement sur stock de capital ; FFK : frais financiers sur stock de capital ; BP (ddl) : valeur de la statistique du LM-test de Breush-Pagan (quatre degrés de liberté) ; Nbre d'Obs. : nombre d'entreprises dans l'échantillon ; Coefficients statistiques significatifs à 1 % (**); 5 % (*); 10 % (^).*

Tableau n° a4 : Estimation de la fonction d'investissement pour les petites et moyennes entreprises et pour les grandes entreprises sur la période 1993-1996. Variable expliquée : I/K

	1993		1994		1995		1996	
	Petites	Grandes	Petites	Grandes	Petites	Grandes	Petites	Grandes
INVK	0,403**	0,455**	0,676**	0,449**	0,372**	0,357**	0,402**	0,499**
DYK	0,02^	0,021**	0,023	0,039**	-0,011**	-0,002	-0,017	-0,009
CAFK	0,054*	0,065**	0,106*	0,008	0,035*	-0,031**	-0,077	-0,014
FFK	0,38^	0,2**	0,225	0,123^	0,239^	0,13^	-0,016	-0,079
Constante	-0,003	0,022^	-0,002	0,025^	0,002	0,044**	0,068*	0,102**
BP (4ddl)	141	15	189	19	156	25	29	5
R ² ajusté	0,43	0,35	0,49	0,29	0,39	0,39	0,05	0,15
Nbre d'Obs	131	184	101	117	101	126	72	95

*INVK : Taux d'investissement de la période précédente ; DYK : variation de la production sur le stock de capital ; CAFK : capacité d'autofinancement sur stock de capital ; FFK : frais financiers sur stock de capital ; BP (ddl) : valeur de la statistique du LM-test de Breush-Pagan (quatre degrés de liberté) ; Nbre d'Obs. : nombre d'entreprises dans l'échantillon ; Coefficients statistiques significatifs à 1 % (**); 5 % (*); 10 % (^).*

RÉFÉRENCES

Berrada M.A.,1998, *Les nouveau marchés des capitaux au Maroc*, Secea, Casablanca.

Bloch L. et Coeure B., 1995, "Imperfection du marché du crédit, investissement des entreprises et cycle économique", *Économie et Prévision*, n° 120, p. 161-185.

Cherkaoui M., 1992, "Inventaire des mesures de politique économique prises au

- Maroc de janvier 1982 à juillet 1992", *Monographie 2*, Miméo, GREI, Rabat.
- Cho Y.J., 1986, "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 18, n° 2, p. 191-199.
- El Abdaimi M., 1994, *Maroc : pays émergent ? Bilan et perspectives d'une transition financière*, Édition Berepie, Marrakech.
- Fazzari S.M., Hubbard R.G. and Petersen B.C., 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 141-195.
- Fry M.J., 1988, *Money, Interest and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press, Baltimore and London.
- Greene W.H., 1992, *LIMDEP, User's Manual and Reference Guide*, Econometric Software Inc., New York.
- Harris J.R, Schiantarelli F. and Siregar M.G., 1994, "The Effect of Financial Liberalization on the Capital Structure and Investment Decisions of Indonesian Manufacturing Establishments", *The World Bank Economic Review*, Vol. 8, n° 1, p. 17-47.
- Hausman J.A., 1978, "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, Vol. 46, n° 6, p. 1251-1271.
- Hoshi T., Kashyap A. and Scharfstein D., 1990, "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Bank Relationships", in R.G. Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, The University of Chicago Press, Chicago and London, p. 105-126.
- Jaffee D. and Stiglitz J., 1990, "Credit Rationing", in B.M. Friedman and F.H. Hahn, *Handbook of Monetary Economics*, Volume II, Elsevier Science Publishers B.V., p. 837-888.
- Jaramillo F., Schiantarelli F. and Weiss A., 1993, "Capital Market Imperfections Before and After Financial Liberalization", *Policy Research Working Paper*, WPS 1091, World Bank, Washington D.C.

- Levine R., 1996, "Financial Development and Economic Growth: View and Agenda", *Policy Research Working Paper*, WPS 1678, World Bank, Washington D.C.
- Maghraoui S., 1995, *Les déterminants de la productivité du travail dans l'industrie de transformation marocaine*, Mémoire de DES, Université Hassan II, Casablanca.
- McKinnon R.I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*, The Brooking Institution, Washington D.C.
- Modigliani F. and Miller H.M., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, n° 3, p. 261-297.
- Mourji F., 1998, *Le développement des micro-entreprises en question*, Éditions Remald, Casablanca.
- Mourji F. et Joumady O., 1997, *Réforme du marché des capitaux et efficience de la distribution des crédits : utilisation d'un panel d'entreprises manufacturières marocaines*, Communication aux 14^{èmes} Journées de Microéconomie Appliquée, Marrakech, 29-30 Mai.
- Myers S. and Majluf N., 1984, "Corporate Investment and Investment Decisions when Firms Have Information that Investor Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, p. 187-221.
- Schiantarelli F., 1995, "Financial Constraints and Investment: a Critical Review of Methodological Issues and International Evidence", *Working Paper in Economics*, n° 293, Boston College, Department of Economics.
- Schiantarelli F., Atiyas I., Caprio G., Harris J. and Weiss A., 1993, "Credit Where Credit is Due? How Much, for Whom and What Difference Does it Make? A Review of the Macro and Micro Evidence on the Real Effects of Financial Reform", *Working Paper in Economics*, n° 268, Boston College, Department of Economics.
- Shaw E.S., 1973, *Financial Deepening in Economic Activity*, Oxford University Press, New York.

Stiglitz J.E., 1989, "Markets, Market Failure, and Development", *The American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol 79, n° 2, p. 197-203.

Stiglitz J.E. and Weiss A., 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, Vol. 71, n° 3, p. 393-410.

FINANCIAL LIBERALIZATION, RATIONING OF CREDIT AND INVESTMENT OF MOROCCAN ENTERPRISES

Abstract - *The behaviour of banks and the response of public authorities interactively effect the finance of companies. In Morocco financial liberalization was responsible for eliminating in a significant manner exogenous constraints existing in the functioning of the financial market. The endogenous constraints brought about by the asymmetries of information and problems dealing with the non- respect of contracts seem to have been abated. These results have been confirmed by the econometric study of Moroccan manufacturing companies' investment behaviour: the rate of investment of these companies does not depend on their financial variables, contrary to when the financial system was suppressed. This study demonstrates the evident impact on the credit constraint of companies: the banks apparently revealed a temporary behaviour of "quick money" in the absence of a framework for credit in 1991.*

LIBERALIZACIÓN FINANCIERA, RACIONAMIENTO DEL CRÉDITO E INVERSIONES DE LAS EMPRESAS MARRUQUÍES

Resumen - *El comportamiento de los bancos y la acción de los poderes públicos interaccionan en la financiación de las empresas. En Marruecos, la liberalización financiera permitió eliminar gran parte de los apremios exógenos al funcionamiento del mercado financiero. Los apremios endógenos consecuencia de las asimetrías de la información y los problemas del respeto de los contratos parecen también haber disminuido. Estos resultados se confirman por el estudio econométrico del comportamiento de inversión de las empresas manufactureras marroquíes : la tasa de inversión de estas empresas no depende más de las variables financieras contrariamente a lo que prevaleía cuando el sistema financiero estaba reprimido. En este estudio ponemos de relieve un choque en el apremio de crédito de las empresas : los bancos parecen haber tenido un comportamiento temporal de "argent facile" (dinero conseguido con facilidad)*

consecuencia de la deslimitación del crédito en 1991.