

Évaluation de la profondeur du système financier marocain : un préalable essentiel à l'adoption de la stratégie de ciblage d'inflation

Assessing the Depth of Morocco's Financial System: A Prerequisite for the Adoption of an Inflation Targeting Strategy.

Auteur 1 : ZAKANI Abdessamad

Auteur 2 : AMEUR Ahmed Houmame

ZAKANI Abdessamad, (Docteur en sciences de gestion)
Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Ain Chock
Université Hassan II de Casablanca - Maroc
Laboratoire de recherche en finance, banque et gestion des risques Maroc

AMEUR Ahmed Houmame,
Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Ain Sebaa
Université Hassan II de Casablanca - Maroc
Laboratoire de Recherche sur la Nouvelle Economie et Développement -LARNED

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : ZAKANI .A & AMEUR .A H (2025). « Évaluation de la profondeur du système financier marocain : un préalable essentiel à l'adoption de la stratégie de ciblage d'inflation », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 30 » pp: 1010– 1033.



DOI : 10.5281/zenodo.15822669
Copyright © 2025 – ASJ



Résumé

La profondeur du système financier constitue un levier essentiel pour la mise en œuvre efficace du régime de ciblage d'inflation. Un système financier bien développé permet non seulement une meilleure transmission de la politique monétaire, mais aussi une anticipation plus précise des réactions économiques aux variations des taux d'intérêt. Par conséquent, renforcer cette profondeur financière est un enjeu stratégique pour toute Banque centrale afin d'améliorer la crédibilité et l'efficacité de la politique de ciblage d'inflation, assurant ainsi une stabilité macroéconomique durable et un environnement propice à la croissance économique. Cette étude se propose d'examiner le niveau de la profondeur du système financier marocain et les défis posés par l'adoption du ciblage d'inflation. Pour ce faire, une approche méthodologique mixte a été adoptée, combinant une analyse documentaire des indicateurs de profondeur financière au Maroc et une revue critique des rapports institutionnels et études empiriques relatifs à la transition vers le ciblage d'inflation. Les résultats montrent que malgré les progrès significatifs au cours des dernières décennies, le système financier marocain demeure encore en phase de consolidation, avec des marges de développement notamment dans l'inclusion financière et la diversification des instruments financiers.

Mots clés :

Profondeur du système financier, politique monétaire, ciblage d'inflation

Abstract:

The depth of the financial system represents a fundamental lever for the effective implementation of an inflation-targeting regime. A well-developed financial system not only reinforces the transmission mechanisms of monetary policy, but also improves the ability to anticipate economic responses to changes in interest rates. Accordingly, enhancing financial depth is a strategic priority for any central bank aiming to strengthen the credibility and effectiveness of inflation targeting, thereby ensuring sustainable macroeconomic stability and creating a favorable environment for long-term economic growth. This study seeks to evaluate the depth of Morocco's financial system and the challenges associated with the adoption of an inflation-targeting framework.

To achieve this, a mixed-method approach was employed, combining documentary analysis of key financial depth indicators with a critical review of institutional reports and empirical studies related to Morocco's transition toward inflation targeting.

The results highlight that, although Morocco has made considerable progress over the past decades, its financial system is still in a consolidation phase, with substantial room for improvement—particularly in terms of financial inclusion and the diversification of financial instruments.

Keywords

Financial system depth, Monetary policy, Inflation targeting

Introduction

La profondeur du système financier constitue un facteur clé pour le bon fonctionnement de l'économie et l'efficacité des politiques monétaires. Au Maroc, le système financier a connu des évolutions importantes ces dernières années, avec des efforts notables pour développer les marchés financiers, renforcer les institutions financières et améliorer la régulation. Toutefois, malgré ces progrès, la profondeur du système financier marocain reste encore modérée comparativement aux normes internationales, notamment celles observées dans les pays en voie de développement. Cette situation soulève des questions quant à l'efficacité de la transmission de la politique monétaire, un aspect particulièrement crucial dans le cadre de l'adoption récente du ciblage d'inflation comme régime monétaire officiel.

Ainsi, à un moment où le Maroc se dirige vers la mise en place de la stratégie de ciblage d'inflation, il convient de s'interroger du niveau de profondeur du système financier, une condition nécessaire à la réussite de cette transition.

Le ciblage d'inflation en tant que stratégie de politique monétaire, repose sur la capacité de la banque centrale à influencer les anticipations d'inflation et à ajuster les variables économiques à travers des canaux financiers robustes et réactifs. Pour être pleinement efficace, ce régime exige un système financier profond et efficient, capable de répercuter rapidement les variations des taux d'intérêt et autres instruments monétaires vers l'économie réelle. Or, dans un contexte où la profondeur financière est limitée, la transmission monétaire peut être entravée, ce qui compromet non seulement la crédibilité de la banque centrale mais aussi sa capacité à atteindre ses objectifs en matière de stabilité des prix.

L'objectif fondamental de la politique de ciblage de l'inflation réside dans la préservation de la stabilité des prix, entendue comme le maintien d'un taux d'inflation faible, stable et prévisible. Pour que ce cadre soit opérationnel et efficace, il est indispensable que l'environnement macroéconomique soit sain, c'est-à-dire exempt de déséquilibres structurels persistants susceptibles de compromettre la conduite indépendante de la politique monétaire. En particulier, l'existence de déficits budgétaires chroniques peut représenter une source de pression sur la banque centrale, risquant ainsi de compromettre l'atteinte de l'objectif d'inflation.

De surcroît, la réussite d'un régime de ciblage de l'inflation dépend largement du niveau de développement et de la profondeur du système financier. Une infrastructure financière peu développée, caractérisée par un manque de diversité des instruments, une faible intermédiation et une inadéquation des canaux de transmission monétaire, limite l'efficacité des actions de la

banque centrale. Celle-ci doit donc disposer d'un cadre institutionnel solide, d'instruments techniques adaptés et d'un système bancaire capable de transmettre les impulsions monétaires de manière fluide vers l'économie réelle. Afin d'apprécier la profondeur du système financier marocain, nous commençons par présenter une revue de littérature sur la profondeur du système financier comme condition essentielle à la mise en place d'une stratégie de ciblage de l'inflation, avant de mener une évaluation du degré de la profondeur financière au Maroc.

A travers cette analyse, nous visons apporter des recommandations susceptibles de soutenir le développement financier et la réussite de la politique de ciblage d'inflation au Maroc.

1. Revue de littérature sur la profondeur du système financier comme condition essentielle à la mise en place d'une stratégie de ciblage de l'inflation :

La profondeur financière est un concept qui se réfère à la taille, la liquidité et la diversité des marchés et institutions financières d'un pays (Levine, 2005)¹. Elle est souvent mesurée par des indicateurs tels que la capitalisation boursière, le crédit privé au PIB, ou le volume des transactions financières (Beck et al. 2000)².

En effet, plusieurs études soulignent que la profondeur du système financier est essentielle pour la croissance économique, car elle facilite la mobilisation de l'épargne, le financement des investissements, et la diversification des risques (King & Levine, 1993 ; Rajan & Zingales, 1998)³.

La littérature macroéconomique établit un lien direct entre la profondeur financière et l'efficacité de la transmission monétaire (Bernanke & Gertler, 1995⁴; Mishkin, 1996)⁵. En effet, un système financier profond permet une meilleure diffusion des signaux de la banque centrale à travers les marchés et les institutions financières vers l'économie réelle. Cela est

¹ Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1A, pp. 865–934). Elsevier.

² Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2000). A New Database on Financial Development and Structure. *World Bank Economic Review*, 14(3), 597-605

³ King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.

⁴ Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.

⁵ Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. NBER Working Paper No. 5464.

particulièrement crucial dans le cadre du ciblage d'inflation, où la crédibilité et la capacité à influencer les anticipations sont des facteurs clés (Svensson, 1997)⁶.

1.1. La politique monétaire de ciblage d'inflation :

Le ciblage d'inflation est une stratégie monétaire où la banque centrale fixe une cible explicite d'inflation à moyen terme et ajuste ses instruments pour l'atteindre (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2007)⁷. Ce régime est associé à une meilleure stabilité macroéconomique et à une réduction des anticipations d'inflation non ancrées (Bernanke et al. 1999)⁸.

Contrairement aux approches antérieures reposant sur des objectifs intermédiaires comme la masse monétaire ou le taux de change, le ciblage d'inflation repose sur un objectif direct d'inflation. Lors de son émergence, ce cadre monétaire ne portait pas de nom spécifique, mais il s'est progressivement imposé à l'échelle mondiale en raison de ses performances en matière de stabilité des prix et de soutien à la croissance économique. Il représente en ce sens l'aboutissement d'une approche pragmatique des autorités monétaires.

Initialement conçu dans le cercle restreint des banques centrales, il a rapidement gagné en légitimité dans le monde académique, porté par des économistes influents tels que Ben Bernanke, Frederic Mishkin et Lars Svensson.

Ce mouvement s'est accompagné d'un essor significatif des recherches sur le sujet, comme en témoigne la croissance continue du nombre de publications académiques depuis le début des années 2000. Par la suite, la mise en œuvre du ciblage d'inflation a confirmé ses performances, en particulier en matière de stabilité des prix et de soutien à une croissance économique soutenue.

Concrètement, il s'agit d'un dispositif centré sur la stabilité des prix, à travers l'annonce d'un objectif d'inflation chiffré, à atteindre dans un horizon temporel défini. Une fois cette cible rendue publique, elle engage la banque centrale, qui dispose dans ce cadre d'une autonomie opérationnelle et d'une capacité à mobiliser les instruments nécessaires à la conduite de la politique monétaire.

Le régime de ciblage d'inflation repose sur quatre piliers fondamentaux :

⁶ Svensson, L. E. O. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, 41(6), 1111-1146.

⁷ Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does Inflation Targeting Make a Difference? In B. S. Bernanke & M. Woodford (Eds.), *Inflation Targeting Handbook*. National Bureau of Economic Research.

⁸ Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does Inflation Targeting Make a Difference? In B. S. Bernanke & M. Woodford (Eds.), *Inflation Targeting Handbook*. National Bureau of Economic Research.

- L'indépendance de la banque centrale,
- L'engagement explicite à atteindre la cible d'inflation,
- La transparence dans la communication,
- Et l'obligation de rendre compte des autorités monétaires.

Dans cette optique, le ciblage d'inflation constitue un cadre propice à une prise de décision économique et financière plus cohérente. Il permet de formuler une politique monétaire plus crédible et plus lisible par le public, facilitant ainsi l'ancrage des anticipations d'inflation.

Cette transparence contribue à donner une vision plus claire des perspectives d'évolution des prix à moyen et long termes, limitant ainsi les fluctuations excessives de l'inflation.

Le ciblage d'inflation a été adopté tant par des économies avancées que par des pays émergents. À ce jour, 36 pays appliquent ce régime, dont près de la moitié sont des économies émergentes ou à faible revenu⁹. Contrairement aux régimes de ciblage des agrégats monétaires ou du taux de change, le ciblage d'inflation privilégie la réalisation d'un objectif final de stabilité des prix. Les avantages du ciblage d'inflation dans les pays émergents et en développement ont été largement documentés par la littérature empirique. Aucun des pays ayant adopté ce cadre ne l'a à ce jour abandonné, ce qui témoigne de sa robustesse et de sa pertinence dans des contextes économiques variés¹⁰.

Ainsi, ce régime peut être considéré comme l'une des évolutions les plus marquantes de la théorie et de la pratique de la politique monétaire au cours des vingt-cinq dernières années.

Cependant, son adoption exige la réalisation d'un certain nombre de prérequis, dont la profondeur du système financier.

1.2. La profondeur du système financier : un préalable à la mise en place de la politique de ciblage d'inflation :

Un système financier profond, caractérisé par une large gamme d'instruments financiers, une liquidité élevée et une intermédiation financière efficace, favorise la mobilisation de l'épargne, la canalisation des investissements productifs, et la transmission optimale des décisions de politique monétaire. En ce sens, la profondeur financière est un déterminant crucial de la capacité d'une banque centrale à influencer l'économie réelle et à assurer la stabilité macroéconomique.

⁹ Fonds monétaire international. (2023). Cadres de politique monétaire : état des lieux mondial. Département des études monétaires et des marchés de capitaux. <https://www.imf.org>

¹⁰ Fonds monétaire international. (2022). Cadres de politique monétaire et ciblage de l'inflation : expériences internationales. Département des études monétaires et des marchés de capitaux. <https://www.imf.org>

Par ailleurs, le succès de la mise en place du ciblage d'inflation dépend fortement d'un système financier fonctionnel et d'une banque centrale crédible capable de transmettre ses décisions efficacement (Debelle & Fischer, 1994)¹¹.

Parmi les différents régimes de politique monétaire, l'efficacité du ciblage d'inflation repose de manière particulièrement sensible sur l'existence d'un système financier solide, comprenant des marchés financiers développés et un secteur bancaire sain. Cette exigence découle de plusieurs justifications fondamentales.

Premièrement, un système financier développé est indispensable pour éviter la domination budgétaire sur la politique monétaire. Sans un secteur financier robuste, la banque centrale risque de subir des pressions fiscales et politiques qui limitent son autonomie et compromettent la crédibilité de sa politique (Mishkin, 2004)¹².

Deuxièmement, la profondeur financière permet à la banque centrale de mener une politique monétaire orientée vers le marché, en utilisant des instruments adaptés et en s'appuyant sur des canaux efficaces de transmission. Un système financier bien structuré facilite l'exécution des opérations de politique monétaire, notamment via la gestion des taux d'intérêt et des liquidités, ce qui est au cœur du régime de ciblage d'inflation (Carare et al. 2002)¹³.

Troisièmement, pour que les décisions de la banque centrale soient réellement efficaces et non sources d'instabilité, il est essentiel que le système financier minimise les risques de conflits entre les objectifs de stabilisation financière et ceux de la politique monétaire. En effet, un système bancaire sain et des marchés de capitaux développés permettent une transmission fluide des décisions monétaires, évitant que des fragilités financières n'entravent les objectifs de stabilité des prix (Batini & Laxton, 2008)¹⁴.

Dans un pays appliquant un régime de ciblage d'inflation, la stabilité financière doit être suffisamment assurée pour que la banque centrale puisse se concentrer pleinement sur son objectif principal : la maîtrise de l'inflation. Toute préoccupation excessive relative à la santé

¹¹ Debelle, G. and Fischer, S. (1994) How Independent Should a Central Bank Be? In: Fuhrer, C., Ed., Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 195-221

¹² Mishkin, F. S. (2004). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets (7th ed.). Pearson Addison Wesley.

¹³ Carare, A., Galati, G., & Wadhvani, S. (2002). Inflation Targeting Regimes: How Well Have They Performed? Bank of England Working Paper No. 170.

¹⁴ Batini, N., & Laxton, D. (2008). Under what conditions can inflation targeting be adopted? The role of financial markets and banking systems. IMF Working Paper WP/08/130. International Monetary Fund.

du secteur financier pourrait détourner l'attention des autorités monétaires et compromettre l'efficacité de la politique adoptée.

De plus, des marchés financiers fonctionnels facilitent la formulation et la mise en œuvre de la politique monétaire. En effet, ils permettent d'opérer à travers des instruments basés sur le marché, qui reflètent rapidement les anticipations et les changements dans l'environnement économique. Sans une infrastructure financière adéquate, la conduite de la politique monétaire devient plus complexe et moins prévisible, limitant ainsi la capacité de la banque centrale à ajuster ses décisions en temps réel (Carare et al. 2002).¹⁵

En pratique, lorsque le système bancaire et les marchés financiers sont suffisamment développés, les autorités monétaires disposent d'une plus grande liberté dans le choix et l'ajustement des instruments de politique monétaire, ce qui permet d'éviter les effets secondaires indésirables.

À l'inverse, dans un contexte bancaire fragile, une hausse des taux d'intérêt pour contrôler l'inflation risque de déstabiliser l'ensemble du système financier, pouvant entraîner des faillites bancaires, une perte de confiance, voire une crise monétaire. Cette situation non seulement compromet directement le cadre du ciblage d'inflation, mais elle met aussi en péril le contrôle global de l'inflation et la stabilité économique (Mishkin, 2004)¹⁶.

Par ailleurs, un marché des capitaux peu développé constitue une autre source majeure de difficulté pour la banque centrale dans la conduite de sa politique. L'absence d'un marché secondaire liquide et diversifié limite la capacité des autorités monétaires à utiliser efficacement les instruments basés sur le marché, réduisant ainsi l'impact des décisions de politique monétaire sur l'économie réelle (Batini & Laxton, 2008)¹⁷.

Enfin, la crédibilité et la transparence, deux piliers essentiels de la politique de ciblage d'inflation, reposent largement sur la capacité des marchés financiers et bancaires à comprendre et à anticiper les objectifs de la banque centrale. Lorsque les marchés sont réactifs et bien informés, toute décision monétaire est rapidement intégrée, maximisant ainsi son effet sur les anticipations d'inflation et les comportements économiques.

¹⁵ Carare, A., Galati, G., & Wadhvani, S. (2002). Inflation Targeting Regimes: How Well Have They Performed? Bank of England Working Paper No. 170.

¹⁶ Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (7th ed.). Pearson Addison Wesley.

¹⁷ Batini, N., & Laxton, D. (2008). Under what conditions can inflation targeting be adopted? The role of financial markets and banking systems. IMF Working Paper WP/08/130. International Monetary Fund.

En revanche, si le système financier est peu développé et peu réactif, les signaux de la politique monétaire sont atténués, ce qui peut conduire à des déviations importantes du taux d'inflation par rapport à sa cible.

Ainsi, plus le système financier est profond et performant, plus la banque centrale est en mesure d'ajuster les taux d'intérêt et d'autres instruments monétaires pour atteindre ses objectifs d'inflation, renforçant de ce fait sa crédibilité et l'efficacité globale de sa politique.

2. Evaluation de la profondeur du système financier au Maroc :

Au Maroc, le système financier a progressé mais demeure relativement peu profond par rapport à d'autres pays émergents (Bank Al-Maghrib, 2022). La capitalisation boursière et le crédit privé restent inférieurs aux normes des pays en développement (Banque mondiale, 2023)¹⁸. Ces limites peuvent affecter la transmission de la politique monétaire, comme le souligne El Yazidi (2018)¹⁹, qui met en avant des rigidités structurelles dans les marchés financiers marocains.

Néanmoins, plusieurs études suggèrent que l'efficacité de cette politique monétaire dépendra largement de la capacité du système financier à transmettre les signaux monétaires, ce qui nécessite un renforcement de la profondeur et de la liquidité des marchés.

La littérature converge ainsi vers l'idée que la profondeur du système financier est un prérequis majeur pour la réussite du ciblage d'inflation. Dans le cas marocain, les travaux soulignent un besoin important de développement financier pour assurer une transmission monétaire efficace. Le renforcement du marché financier, la diversification des instruments et l'amélioration de la régulation apparaissent donc comme des conditions indispensables pour optimiser l'impact du régime de ciblage d'inflation.

La Banque mondiale définit la profondeur financière comme le degré de développement et de taille des institutions financières (banques, sociétés de financement, etc.) et des marchés financiers (marchés de capitaux, marchés obligataires) dans un pays, rapporté à une mesure d'activité économique telle que le produit intérieur brut (PIB). Ainsi, un système financier est considéré comme profond lorsqu'il offre une large gamme de services financiers, mobilise efficacement l'épargne, alloue les ressources de manière efficiente et facilite la gestion des risques économiques.

¹⁸ World Bank. (2023). Global Financial Development Report 2023: Financial Inclusion. Washington, DC: World Bank. <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr>

¹⁹ El Yazidi, O. (2018). La transmission de la politique monétaire au Maroc : une analyse empirique. Revue Marocaine d'Économie et de Gestion, 12(2), 45-67

Dans ce contexte, un système financier développé et suffisamment profond permet à la banque centrale de mobiliser ses instruments, en particulier les taux d'intérêt directeurs, pour atteindre ses objectifs de stabilité des prix de manière crédible et sans engendrer de perturbations majeures. À l'inverse, dans un environnement financier peu développé ou fragmenté, les actions de la banque centrale risquent de perdre en efficacité, réduisant ainsi la portée du ciblage de l'inflation.

Partant de ce constat, il devient pertinent d'évaluer la profondeur du système financier marocain afin de juger de sa capacité à soutenir la mise en œuvre effective d'un régime de ciblage de l'inflation. Cette évaluation se fera selon une double approche : d'une part, l'analyse de la profondeur du secteur bancaire, et d'autre part, celle des marchés financiers.

Pour le secteur bancaire, nous nous appuyons sur deux indicateurs clés. Le premier est le ratio du volume des crédits accordés au secteur privé par les banques commerciales rapporté au PIB, qui reflète l'ampleur de l'intermédiation financière. Le second est le niveau de concentration bancaire, mesuré notamment à travers la part de marché détenue par les principales institutions, ce qui peut influencer sur la transmission des impulsions monétaires.

S'agissant des marchés financiers, nous retenons deux mesures de profondeur : (i) la capitalisation boursière, qui reflète la valeur totale des actions cotées sur le marché, rapportée au PIB, et (ii) le volume de la dette privée, également exprimé en pourcentage du PIB. Ces indicateurs permettent d'apprécier dans quelle mesure les marchés marocains permettent aux agents économiques d'accéder à des financements alternatifs au crédit bancaire, et de diversifier les instruments de transmission de la politique monétaire.

2.1. La profondeur du secteur bancaire marocain :

Dans le contexte économique marocain, où le système bancaire joue un rôle central dans le financement de l'activité économique, l'efficacité de la politique monétaire mise en œuvre par Bank Al-Maghrib dépend fortement de la profondeur et de la robustesse de ce secteur. En l'absence de marchés financiers pleinement développés, les agents économiques – qu'ils soient entreprises ou ménages – privilégient majoritairement le recours au crédit bancaire pour répondre à leurs besoins de financement. Ce choix structurel renforce l'importance du système bancaire comme principal canal de transmission des décisions monétaires.

Le paysage bancaire marocain se caractérise par une certaine diversité institutionnelle. Il comprend actuellement 83 établissements de crédit, dont 19 banques commerciales opérant à l'échelle nationale, 5 banques participatives (islamiques) 6 banques offshores, 29 sociétés de financement spécialisées, 1 associations de microcrédit et 18 sociétés intermédiaires en matière

de transfert de fonds²⁰. Cette composition témoigne d'un écosystème bancaire en évolution, avec des formes de financement qui tendent à se diversifier tout en restant dominées par les banques commerciales.

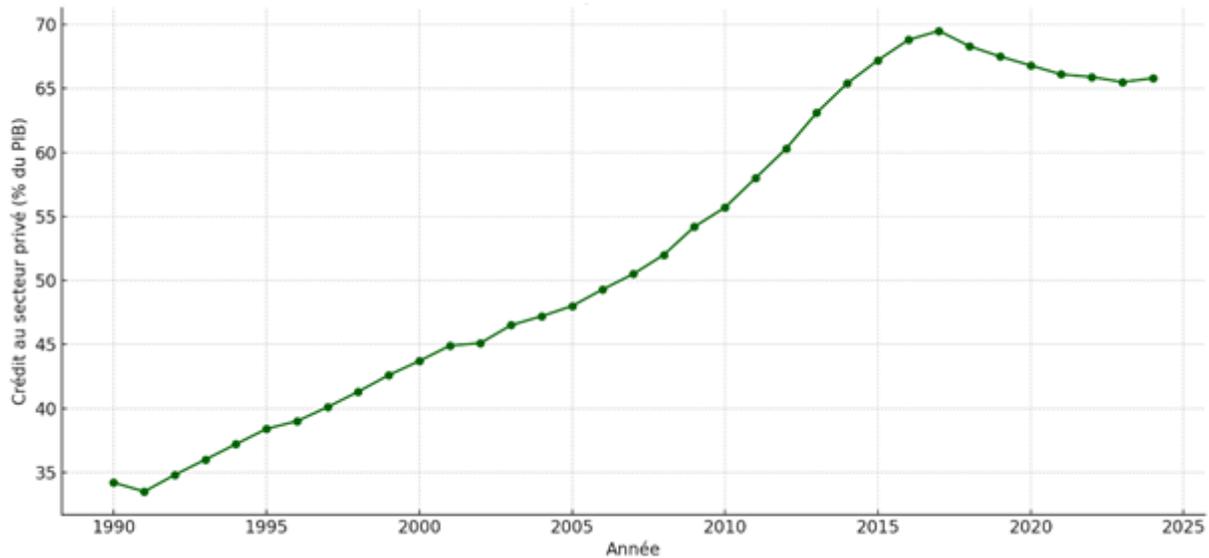
Pour évaluer de manière empirique la profondeur du secteur bancaire marocain, nous avons retenu comme indicateur principal le ratio du crédit accordé au secteur privé rapporté au produit intérieur brut (PIB). Cet indicateur, couramment utilisé dans la littérature économique, permet de mesurer l'intensité de l'intermédiation bancaire dans l'économie. Les données couvrent la période allant de 1990 à 2024 et ont été extraites de la base de données des indicateurs financiers de la Banque mondiale.

Les résultats, présentés dans le graphique ci-dessous, mettent en évidence une progression soutenue du ratio crédit privé/PIB sur l'ensemble de la période considérée. Cette tendance traduit un approfondissement graduel du secteur bancaire marocain. Plus particulièrement, une accélération notable est observée à partir de 2006, coïncidant avec l'entrée en vigueur de la dernière réforme bancaire. Cette réforme visait à renforcer la solidité du système financier, à améliorer la supervision prudentielle et à favoriser l'extension de l'offre de crédit, contribuant ainsi à une meilleure canalisation des ressources vers le secteur privé.

L'évolution de cet indicateur témoigne donc non seulement de la croissance du crédit, mais aussi d'une plus grande intégration du secteur bancaire dans le tissu économique national. Cette dynamique positive constitue un atout pour la mise en œuvre du ciblage de l'inflation, dans la mesure où elle garantit une meilleure réactivité des agents économiques aux signaux émis par la banque centrale, notamment à travers les variations des taux directeurs.

²⁰ Bank Al-Maghrib. (2023). Rapport annuel sur la supervision bancaire – Exercice 2022. Rabat, Maroc. <https://www.bkam.ma>

Graphique 1-Evolution crédit au secteur privé en % du PIB au Maroc (1990-2024)



Source : Données de la banque mondiale

Toutefois, la valeur observée en 2024 estimée à 66 %, est inférieure à la moyenne des pays émergents, qui tourne autour de 75-80% en 2023²¹ d’après la banque mondiale.

Les résultats ainsi obtenus, signifient que le degré de la profondeur est en dessous de la valeur souhaitable pour permettre au secteur bancaire de jouer son rôle en matière de la transmission de la politique monétaire.

Parmi les facteurs fréquemment évoqués pour expliquer cette situation, la forte concentration du marché bancaire et la faiblesse de la concurrence occupent une place centrale. Mishra et al. (2012)²² soulignent que les secteurs bancaires des pays en développement affichent généralement des niveaux de concentration plus élevés que ceux des économies avancées ou émergentes. Cette concentration excessive nuit à la profondeur et à l'efficacité du système bancaire, en limitant la diversification des acteurs et des produits financiers.

Le cas du Maroc illustre parfaitement ce phénomène. À la fin de 2021, selon la Banque mondiale, les trois principales banques marocaines concentraient environ 66,5 % des actifs bancaires du pays En 2023, Bank Al-Maghrib rapporte que ces mêmes établissements contrôlaient près de 63,4 % des dépôts bancaires, un ratio qui reste stable depuis 2021. Ce

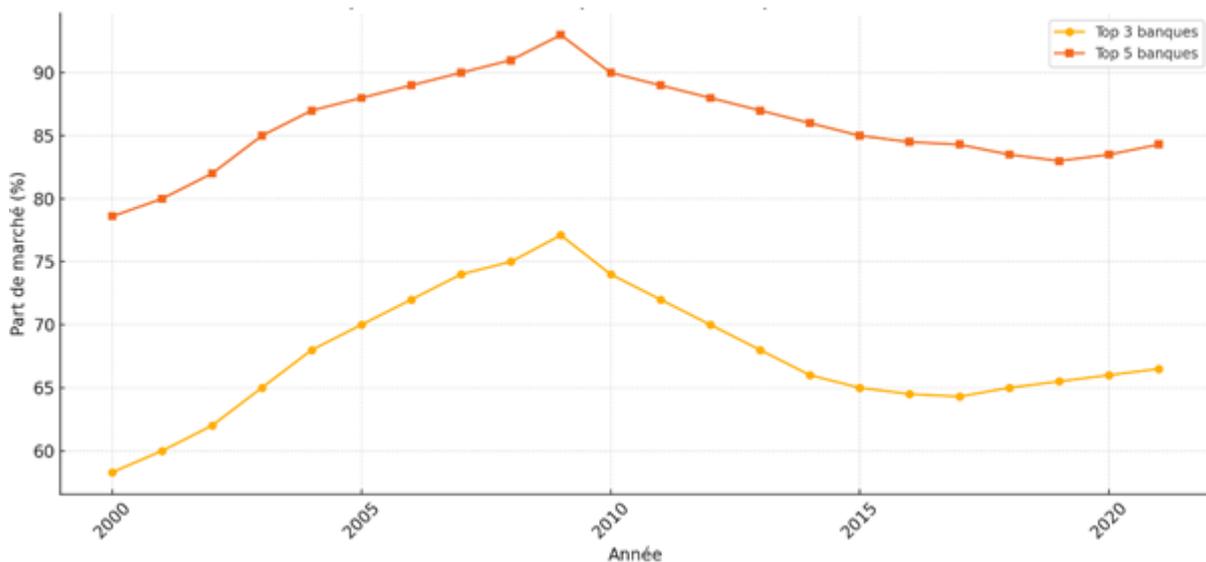
²¹Samuel Munzele Maimbo, Martin Melecky, Financial Sector Policy in Practice, Policy Research Working Paper, The World Bank Development Economics Office of the Senior Vice President and Chief Economist January 2014

²² Mishra, P., Spilimbergo, A et Montiel, P. (2012). Monetary transmission in low-income countries: effectiveness and policy implications. IMF Working Papers, No. 223.

niveau élevé de concentration se retrouve également sur le volet des crédits, puisque les trois premiers acteurs dominent une part comparable du portefeuille de prêts

Cette concentration excessive confère à ces banques un pouvoir de marché considérable : elles peuvent influencer les prix, les conditions d'accès au crédit, ainsi que les barèmes appliqués à leur clientèle. En limitant l'entrée et la capacité d'expansion de nouveaux concurrents, elles freinent l'innovation, réduisent le recours aux petites et moyennes entreprises, et entravent ainsi l'inclusion financière. De plus, un tel paysage bancaire tend à ancrer des marges élevées, ce qui peut se traduire par des conditions moins favorables pour les emprunteurs et les déposants, et compromettre, à terme, le développement économique plus équitable du pays.

Graphique 2-Evolution de la part de marché des principales banques marocaines (2000-2021)



Source : Données de Bank Almgrib²³

Ainsi, la principale composante du système financier marocain, à savoir le secteur bancaire, présente un niveau de profondeur relativement modeste. Cette situation constitue un obstacle potentiel à l'efficacité de la mise en œuvre d'un régime de ciblage de l'inflation. En effet, dans un contexte où les marchés financiers sont peu développés et caractérisés par une faible diversification des instruments et une liquidité limitée, le mécanisme de transmission de la politique monétaire devient moins fluide.

Concrètement, si la banque centrale décidait, dans les conditions actuelles, de réduire son taux directeur dans le but de stimuler l'activité économique et d'orienter l'inflation vers sa cible officielle, il est probable que cette décision n'engendre pas les effets escomptés. La faible

²³ Calculée sur la base de la part de marché en termes d'actifs des trois premières banques.

profondeur du marché limite la répercussion des taux directeurs sur les conditions de financement appliquées par les banques aux agents économiques. Cela freine la transmission de l'impulsion monétaire vers les comportements de consommation, d'investissement et, in fine, vers les prix.

Cette situation souligne la nécessité d'accompagner la transition vers un régime de ciblage de l'inflation par des réformes structurelles visant à renforcer la profondeur et l'efficacité des marchés financiers marocains. Sans ces ajustements, la conduite de la politique monétaire risque de rester partiellement inefficace, compromettant ainsi l'atteinte des objectifs de stabilité des prix et de croissance durable.

2.2. La profondeur des marchés financiers au Maroc :

La profondeur des marchés financiers peut être appréhendée à travers deux composantes principales : le marché des actions et celui de la dette privée. Pour le premier, l'indicateur couramment utilisé est le ratio de la capitalisation boursière par rapport au produit intérieur brut (PIB), reflétant ainsi l'importance relative de la bourse dans l'économie nationale. Pour le second, on mesure le volume de la dette privée (émissions obligataires des entreprises non financières) rapporté au PIB, ce qui permet d'évaluer le développement du financement non bancaire. Ensemble, ces deux indicateurs offrent une vision globale du niveau de profondeur des marchés financiers d'un pays.

Dans les économies avancées, cette profondeur est particulièrement marquée, atteignant en moyenne 151 % du PIB, selon les données de la Banque mondiale. En revanche, dans les pays en développement, cet indicateur demeure plus modeste, s'établissant autour de 76 %, traduisant une moindre maturité des marchés financiers.

Au Maroc, selon les statistiques actualisées de Bank Al-Maghrib et de la Banque mondiale, la profondeur globale des marchés financiers s'élevait à environ 72,5 % du PIB en 2022, en progression par rapport au niveau de 60,74 % observé en 2016²⁴. Cette amélioration s'explique notamment par le développement progressif du marché obligataire privé et par une relative stabilité de la capitalisation boursière, bien que celle-ci reste encore sujette à une faible liquidité et à une concentration sectorielle élevée.

²⁴ Banque mondiale. (2023). Global Financial Development Database [Base de données]. <https://www.worldbank.org>

2.2.1. La profondeur du marché actions :

Le marché des actions au Maroc demeure peu mobilisé comme levier de financement de l'économie nationale. En effet, sa contribution au financement global des entreprises reste marginale, représentant moins de 10 % des ressources mobilisées. Ce constat met en évidence la prédominance du financement bancaire et la faible culture boursière des acteurs économiques, en particulier des PME.

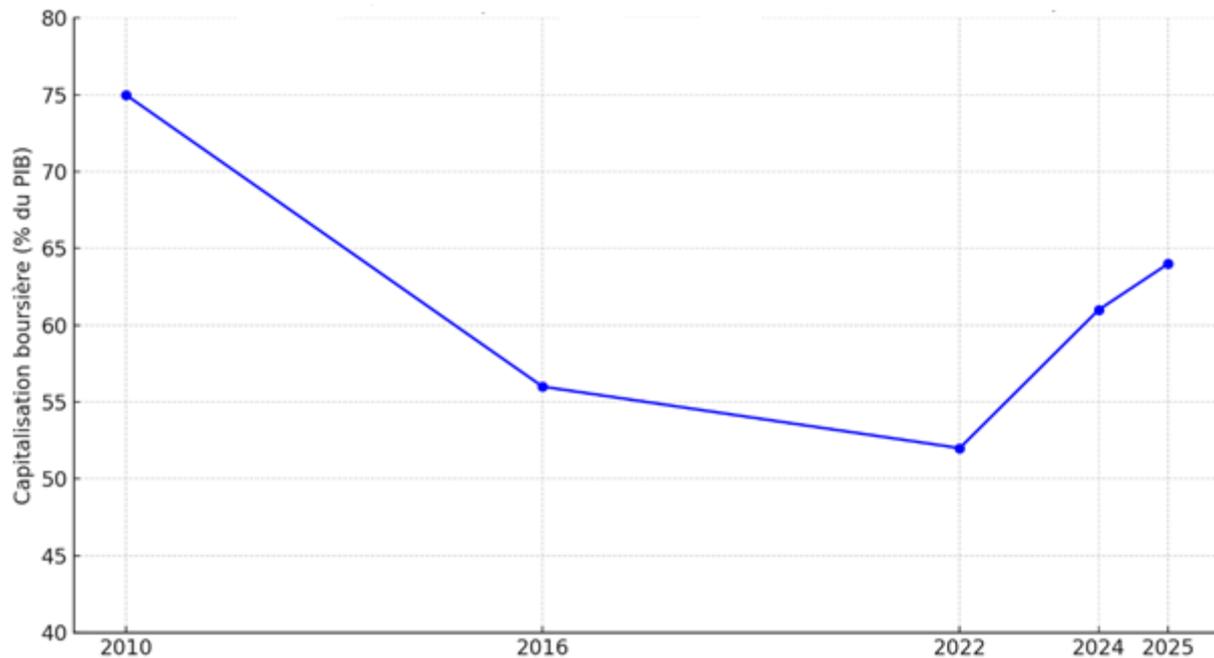
Par ailleurs, le nombre de sociétés cotées à la Bourse de Casablanca est resté relativement stable au cours des dernières années, oscillant autour de 77 entreprises. Cette stabilité reflète une dynamique d'introduction en bourse limitée, traduisant à la fois un manque d'attractivité du marché pour les nouvelles entreprises et une structure boursière concentrée, dominée par un petit nombre de grandes capitalisations.

En ce qui concerne la capitalisation boursière, celle-ci a connu une évolution contrastée. Après avoir atteint un pic équivalant à environ 75 % du produit intérieur brut (PIB) en 2010, elle a progressivement décliné pour s'établir autour de 64 % du PIB en 2024²⁵. Cette baisse traduit non seulement un ralentissement des performances boursières, mais aussi l'absence de nouvelles introductions majeures capables de dynamiser la place financière.

Malgré quelques signes de reprise ces dernières années — notamment grâce à la performance de certaines valeurs phares et à une légère amélioration de la participation des investisseurs institutionnels —, la capitalisation boursière reste en deçà de son potentiel. Ce repli relatif souligne la nécessité de réformes structurelles pour renforcer la profondeur du marché, améliorer sa liquidité, et encourager davantage d'entreprises à se financer via la bourse.

²⁵ D'après les données de la bourse des valeurs de Casablanca

Graphique 3 : Evolution de la capitalisation boursière au Maroc en % du PIB (2010-2025)



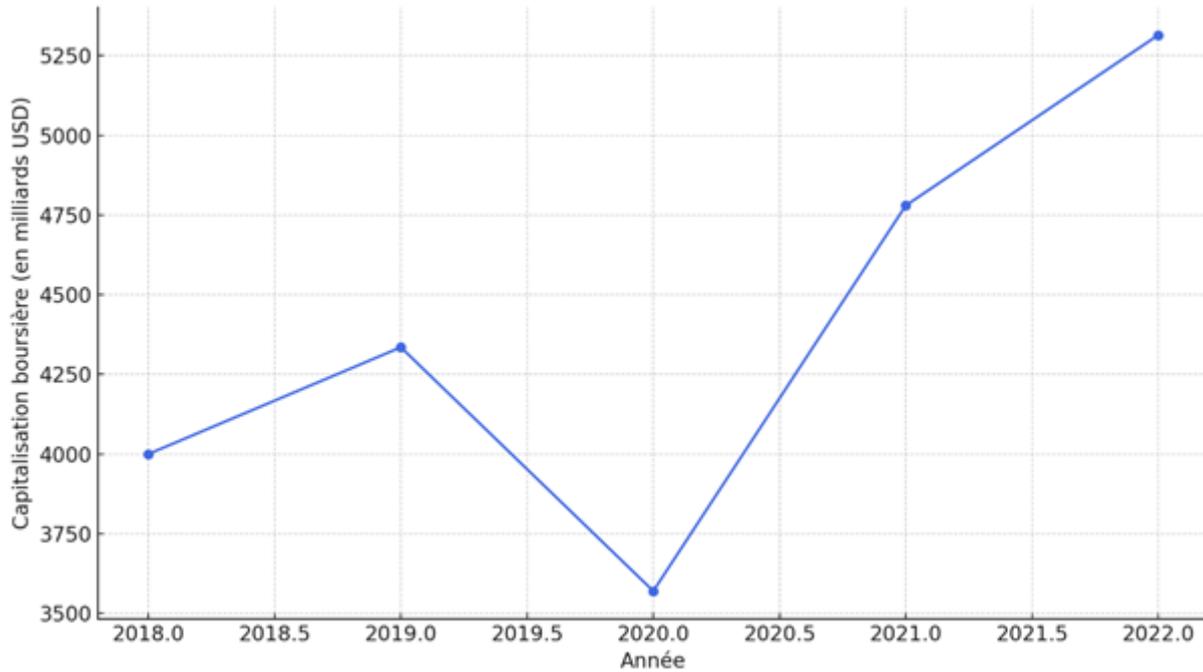
Sources : Données de la banque mondiale

En plus de sa faiblesse, la capitalisation du marché affiche une concentration importante, dans la mesure où les cinq plus grandes sociétés²⁶, représentent près de 60% de la capitalisation boursière totale.

Par ailleurs, la comparaison avec les niveaux enregistrés dans les pays de la région MENA, permet de positionner la capitalisation boursière au Maroc à un stade moins avancé. En effet, comme nous pouvons le constater dans le graphique suivant, le Maroc affiche une valeur plus faible que celle enregistrée dans des pays qui sont déjà en régime de ciblage d'inflation, comme la Turquie et l'Afrique du sud.

²⁶ IAM, AWB, BMCE, BCP et Lafarge ciment

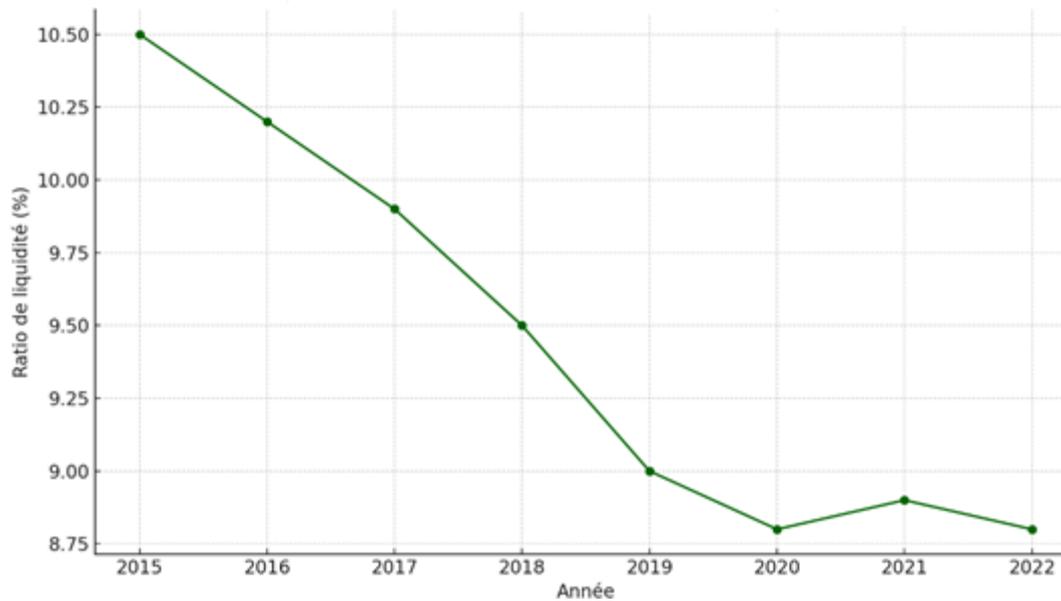
Graphique 4- Evolution de la capitalisation boursière en dans la région MENA (2018-2022)



Source : Données de la banque Mondiale

Quant à la liquidité du marché, mesurée par le ratio de liquidité, elle demeure structurellement faible au Maroc. Cette faiblesse s'est accentuée au fil de la dernière décennie, traduisant une tendance baissière persistante. Ce recul chronique s'explique principalement par la stagnation des volumes d'échanges, aussi bien sur le marché central que sur le marché de blocs. En dépit des efforts de modernisation et des réformes visant à dynamiser les transactions, ces deux segments du marché n'ont pas connu une évolution significative susceptible d'améliorer la fluidité des échanges. Cette situation limite l'attractivité de la Bourse de Casablanca pour les investisseurs, en particulier les institutionnels étrangers, souvent sensibles aux critères de liquidité pour arbitrer leurs décisions d'allocation.

Graphique 5 : Evolution du ratio de liquidité²⁷ du marché boursier (2015-2022)



Source : Données de Bank AlMghrib

Les données précédemment exposées mettent en évidence la faible profondeur du marché actions au Maroc. Cette caractéristique se traduit par un volume d'échanges limité, une concentration de la capitalisation sur un nombre restreint de titres, et une liquidité insuffisante. Dans ce contexte, le marché boursier peine à jouer pleinement son rôle de canal de transmission de la politique monétaire.

En effet, l'efficacité des mécanismes de transmission des décisions de la Banque centrale — notamment les ajustements du taux directeur ou les opérations d'open market — repose en partie sur la réactivité et l'intégration des marchés financiers, y compris celui des actions. Or, la faible réactivité du marché boursier marocain face aux signaux monétaires limite la portée de ces politiques sur l'investissement, le financement des entreprises et, in fine, sur l'activité économique.

Ce phénomène traduit une forme de découplage structurel entre les dynamiques du marché financier et les orientations stratégiques de Bank Al-Maghrib. Le marché des actions, insuffisamment profond et peu liquide, semble aujourd'hui déconnecté des fondamentaux macroéconomiques et des décisions de politique monétaire, ce qui en réduit considérablement l'efficacité comme relais de croissance et de régulation.

²⁷ Il s'agit de la moyenne mobile du volume mensuel (non doublé) des marchés centraux et de blocs rapportés à la capitalisation fin de mois, calculée sur une année glissante

2.2.2. La profondeur du marché de la dette privée :

Le marché de la dette privée au Maroc se compose principalement de deux segments : d'une part, le marché des titres de créance négociables (TCN), et d'autre part, celui des obligations (ou dette obligataire). Ce marché se caractérise par des instruments à maturité généralement longue, ce qui reflète une certaine orientation vers le financement à moyen et long terme. Toutefois, cette structure s'accompagne d'un niveau de liquidité relativement faible, limitant ainsi l'attractivité du marché pour les investisseurs secondaires, notamment ceux à la recherche de placements à court terme ou facilement négociables.

En ce qui concerne les nouvelles émissions, le marché reste dominé par les titres de créance négociables, qui représentent une part écrasante du volume total émis.

À titre d'illustration, les TCN ont constitué 69 % des émissions totales en 2023 et 77 % en 2024²⁸, confirmant leur rôle central dans le financement du besoin de trésorerie des entreprises, en particulier les grandes entreprises et les établissements financiers.

Cette prédominance des TCN suggère un recours prioritaire à des instruments de court terme, souvent motivé par des besoins ponctuels de liquidité, au détriment du développement plus soutenu du marché obligataire à long terme.

Ce déséquilibre entre les deux segments reflète également certaines limites structurelles du marché de la dette privée au Maroc : absence de profondeur, nombre restreint d'émetteurs réguliers, faible appétence des investisseurs institutionnels pour les obligations privées, ainsi qu'un cadre réglementaire encore en phase d'évolution.

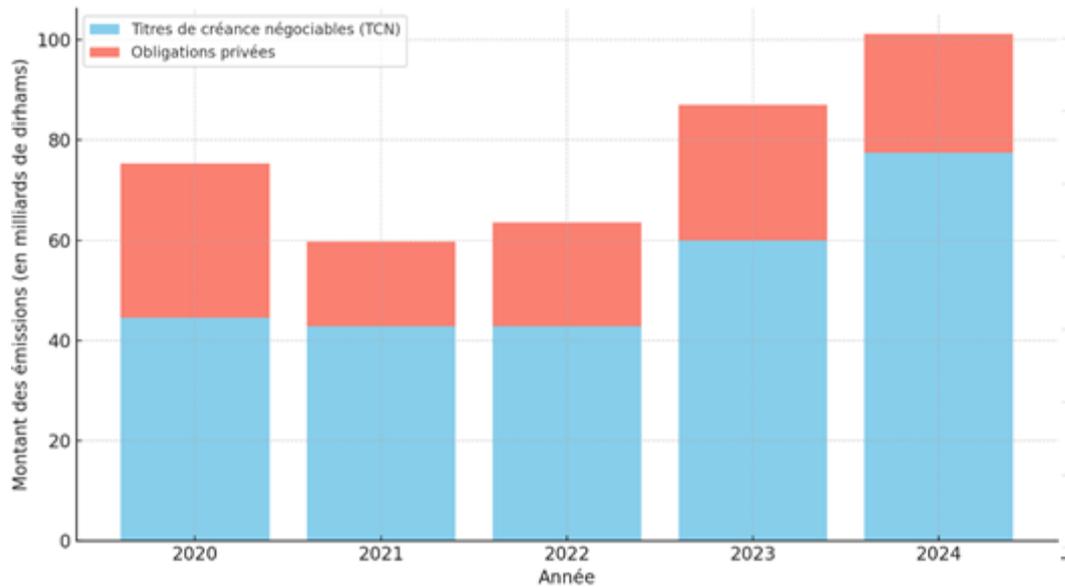
Tableau 1 -Evolution des émissions en valeur sur le marché de la dette privée au Maroc

Période	Émissions totales (MMDH)	Part des TCN
2020	75,4	59 %
2021	59,7	71,7 %
2022	63,6	67,3 %
2023	87	69 %
2024	101,2	77 %

Source : Données de la banque mondiale

²⁸ D'après les données de la banque Mondiale

Graphique 5- Evolution des émissions de la dette privée au Maroc (2020-2024)



Source : données de la banque Mondiale

Toutefois, il y a lieu de noter que les titres de dette sont principalement émis par des établissements de crédit, sous forme de certificats de dépôt, de bons de sociétés de financement, ou d'obligations.

Ainsi pour mesurer la profondeur des marchés financier marocain, nous utilisons l'indicateur retenu par la banque mondiale²⁹ et qui consiste à calculer la somme des deux ratios suivants : la capitalisation boursière exprimée en % du PIB et la dette privée exprimée en % du PIB. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant sur la période 2014-2023 :

Tableau 2: Evolution de la profondeur des marchés financiers marocains

Année	Dette privée / PIB (%)	Capitalisation boursière / PIB (%)	Indicateur de profondeur des marchés financiers (1) + (2) %
2014	30%	35%	65%
2015	32%	36%	68%
2016	33%	37%	70%
2017	34%	38%	72%
2018	35%	38%	73%
2019	36%	39%	75%

²⁹ Samuel Munzele Maimbo, Martin Melecky, Financial Sector Policy in Practice, Policy Research Working Paper, The World Bank Development Economics Office of the Senior Vice President and Chief Economist January 2014

2020	34%	34%	68%
2021	35%	36%	71%
2022	36%	37%	73%
2023	37%	38%	75%

Source : Calculs effectués par les auteurs sur la base des données de la banque mondiale

Les résultats obtenus indiquent que, sur la période allant de 2014 à 2023, le marché financier marocain présente une profondeur moyenne correspondant à 71 % du PIB. Ce niveau reflète une taille et une activité financière relativement significatives par rapport à l'ensemble de l'économie nationale. Cependant, lorsqu'on compare cette performance à la norme établie par la Banque mondiale pour les pays en voie de développement, qui est fixée à 76 % du PIB, il apparaît que le Maroc se situe légèrement en dessous de ce seuil de référence. Cette différence, bien que modérée, suggère que le marché financier marocain reste encore en phase de maturation et de développement.

Ainsi, malgré des progrès notables, la profondeur financière du Maroc pourrait être améliorée pour atteindre une meilleure intégration financière, favoriser une allocation plus efficace des ressources et renforcer le financement à long terme de l'économie. Les efforts engagés en matière de réformes réglementaires, de diversification des instruments financiers et de développement du marché obligataire contribueront à rapprocher le pays de la moyenne des marchés financiers des pays en développement.

En conclusion, la profondeur financière marocaine, avec ses 71 % du PIB, peut être qualifiée de moyenne, témoignant à la fois d'un certain dynamisme mais aussi d'un potentiel de croissance encore important pour atteindre les standards internationaux.

Conclusion

La conclusion que l'on peut tirer à ce sujet est que, dans le contexte actuel du système financier marocain, l'adoption d'une politique de ciblage d'inflation pourrait poser des défis importants à la Banque centrale. En effet, la capacité de la banque centrale à transmettre efficacement ses décisions monétaires à l'ensemble de l'économie dépend largement de la profondeur et de l'efficacité des canaux financiers existants. Or, si ces canaux sont insuffisamment développés ou peu réactifs, cela limite la portée des mesures prises, rendant plus difficile l'influence sur les variables économiques clés telles que l'inflation.

Cette situation pourrait ainsi affecter négativement la crédibilité de la banque centrale, qui est un élément essentiel pour ancrer les anticipations d'inflation et assurer la stabilité des prix. Une transmission monétaire inefficace affaiblirait également la capacité de la banque centrale à atteindre ses objectifs de stabilité des prix, ce qui compromettrait sa mission première.

En conséquence, avant de mettre en œuvre pleinement le régime de ciblage d'inflation, il serait crucial d'accompagner cette transition par un renforcement du système financier marocain, notamment par l'amélioration de la profondeur, de la liquidité et de la transparence des marchés financiers. Cela permettrait de garantir que les signaux de politique monétaire soient correctement transmis à l'économie réelle, assurant ainsi l'efficacité de la politique monétaire et la crédibilité de l'institution monétaire.

En conclusion, la profondeur du système financier marocain constitue un levier essentiel pour la mise en œuvre efficace du régime de ciblage d'inflation. Un système financier bien développé permet non seulement une meilleure transmission de la politique monétaire, mais aussi une anticipation plus précise des réactions économiques aux variations des taux d'intérêt. Malgré des progrès significatifs au cours des dernières décennies, le système financier marocain demeure encore en phase de consolidation, avec des marges de développement notamment dans l'inclusion financière et la diversification des instruments financiers. Par conséquent, renforcer cette profondeur financière est un enjeu stratégique pour la Banque centrale afin d'améliorer la crédibilité et l'efficacité de sa politique de ciblage d'inflation, assurant ainsi une stabilité macroéconomique durable et un environnement propice à la croissance économique.

BIBLIOGRAPHIE :

- Bank Al-Maghrib. (2022). *Rapport annuel sur la politique monétaire et financière du Maroc*. Rabat : BAM.
- Banque mondiale. (2023). Global Financial Development Database [Base de données]. <https://www.worldbank.org>
- Batini, N., & Laxton, D. (2008). *Under what conditions can inflation targeting be adopted? The role of financial markets and banking systems*. IMF Working Paper WP/08/130. International Monetary Fund.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2000). A New Database on Financial Development and Structure. *World Bank Economic Review*, 14(3), 597-605.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press.
- Carare, A., Galati, G., & Wadhvani, S. (2002). *Inflation Targeting Regimes: How Well Have They Performed?* Bank of England Working Paper No. 170.
- Debelle, G. and Fischer, S. (1994) How Independent Should a Central Bank Be? In: Fuhrer, C., Ed., *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 195-221
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2008). Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth. *The World Bank Policy Research Working Paper* No. 4469.
- El Yazidi, O. (2018). *La transmission de la politique monétaire au Maroc : une analyse empirique*. *Revue Marocaine d'Économie et de Gestion*, 12(2), 45-67.
- Fonds monétaire international. (2023). *Cadres de politique monétaire : état des lieux mondial*. Département des études monétaires et des marchés de capitaux. <https://www.imf.org>
- Fonds monétaire international. (2022). *Cadres de politique monétaire et ciblage de l'inflation : expériences internationales*. Département des études monétaires et des marchés de capitaux. <https://www.imf.org>
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.

- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1A, pp. 865–934). Elsevier.
- Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *NBER Working Paper* No. 5464.
- Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (7th ed.). Pearson Addison Wesley.
- Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does Inflation Targeting Make a Difference? In B. S. Bernanke & M. Woodford (Eds.), *Inflation Targeting Handbook*. National Bureau of Economic Research.
- Mishra, P., Spilimbergo, A et Montiel, P. (2012). Monetary transmission in low-income countries: effectiveness and policy implications. *IMF Working Papers*, No. 223.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), 559-586.
- Svensson, L. E. O. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, 41(6), 1111-1146.