

Royaume du Maroc



Direction des Etudes et des Prévisions Financières

Situation du marché monétaire et obligataire en 2014

Introduction

L'année 2014 a connu des perturbations économiques importantes qui ont fragilisé la croissance au niveau mondial. De nombreuses révisions lui ont été apportées. Après avoir été orientée positivement au début de l'année, la croissance économique mondiale s'est contractée à partir du deuxième semestre 2014. La croissance a été affectée négativement dans la zone euro, au Japon et dans certaines grandes économies émergentes. Elle aurait pu être plus basse si la croissance n'avait pas été soutenue aux Etats-Unis et au Royaume Uni. Parmi les facteurs qui ont contribué à la montée des incertitudes, il y a lieu de citer la forte chute des prix du pétrole, les tensions géopolitiques et les conditions climatiques sévères.

Malgré cette conjoncture mondiale relativement contraignante, l'économie marocaine a réalisé des performances assez appréciables. Ces performances se sont, notamment, traduites par un allègement du déficit budgétaire, en lien avec la réforme de la compensation et la hausse des recettes fiscales, par une amélioration du compte courant, suite à la baisse des prix du pétrole et l'augmentation des transferts des MRE et des IDE et par un niveau d'inflation modérée. Dans ces circonstances, la croissance de l'économie nationale en 2014 aurait évolué autour de 3%, après 4,4% enregistré en 2013.

Dans un tel contexte, l'atténuation du déficit de la liquidité bancaire demeure la caractéristique ultime du marché monétaire en 2014. Ce besoin s'est établi à 38,3 milliards de dirhams contre 68,3 milliards à fin 2013. Face à cette situation, Bank Al-Maghrib a poursuivi sa politique monétaire accommodante. Ses interventions se sont concrétisées, notamment, par l'importance des opérations des avances sur appels d'offres qui se sont élevées en moyenne à 36 milliards de dirhams. Pour préserver l'équilibre du marché et de maintenir les taux à un niveau proche du taux directeur, Bank Al-Maghrib est intervenue, également, à travers les opérations de prise de pension, les prêts garantis et aux autres instruments monétaires afin de relancer la croissance des crédits.

Dans ce cadre, la banque centrale a décidé lors de son premier conseil de l'année (23/03/2014) de baisser le taux de la réserve monétaire de 4% à 2%, représentant une libération d'environ 8,2 milliards de dirhams sur le marché monétaire. Elle a également décidé de baisser son taux directeur en septembre de 25 pbs à 2,75% et en décembre de 25 pbs supplémentaires à 2,50%. Ces décisions, conjuguées à l'accentuation de la baisse des taux obligataires qui en découle, devrait se traduire par une bonification des revenus des banques à travers l'amélioration de la marge d'intermédiation, et ce d'autant plus que les taux débiteurs n'ont connu qu'une baisse limitée.

Ainsi, le volume quotidien moyen et l'encours des échanges au jour le jour sur ce compartiment ont connu des hausses importantes, passant de 2,2 à 3,5 milliards de dirhams et de 3,8 à 10,3 milliards de dirhams respectivement.

De sa part, le Trésor a réussi à mobiliser des fonds importants sur le marché monétaire. Ainsi, les volumes levés sur le marché primaire des adjudications ont atteint 78,8 milliards de dirhams au lieu de 175,2 milliards un an auparavant. Le financement du Trésor s'est opéré dans des conditions marquées, globalement, par une tendance baissière des taux d'intérêt, dont le taux moyen pondéré s'est situé à 4,25%, en baisse de 30 points de base par rapport à 2013, et par une accentuation de la demande des institutionnels sur le moyen et le long termes.

Enfin, la sous-liquidité du système bancaire face au besoin important de financement des investisseurs a stimulé davantage l'activité sur le marché de la dette privée, notamment, les obligations privées. Celles-ci, dont le volume d'émissions a plus que doublé pour atteindre 14,1 milliards de dirhams, ont marqué une rupture avec la régression affichée en 2013. La reprise du

marché obligataire est attribuable, en grande partie, au besoin de liquidité dont souffre le marché, à la présence d'émetteurs importants sur le marché primaire et aussi au coût de financement relativement bas par rapport aux crédits bancaires.

L'objet de cette note est de présenter les évolutions qui ont caractérisé le marché monétaire et obligataire au Maroc au cours de l'année 2014 et ce, à travers les axes suivants :

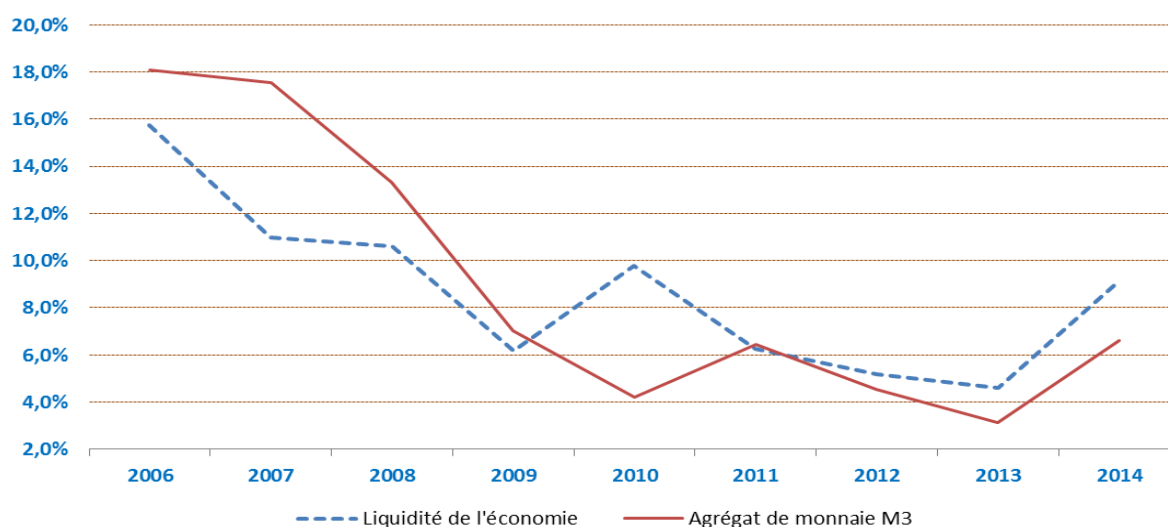
- La situation monétaire et la liquidité de l'économie ;
- La situation de la liquidité bancaire et le comportement du marché interbancaire ;
- Les interventions de Bank Al-Maghrib ;
- Le marché des bons du Trésor;
- Le marché de la dette privée.

1. Liquidité de l'économie tirée à la hausse par la masse monétaire et les actifs liquides

Dans le prolongement d'un mouvement qui s'est amorcé depuis septembre 2014, la création monétaire s'est nettement accélérée pour atteindre 6,6% à fin d'année au lieu de 3,1% en 2013. Cette accélération a été enregistrée après une tendance baissière du rythme d'accroissement de M3 depuis deux années successives. L'évolution de cet agrégat recouvre un élargissement de l'agrégat M1, passant de 2,7% à 5%, attribuable à une augmentation de la monnaie scripturale de 5,2% au lieu de 2%, en lien avec le renforcement des dépôts à vue auprès des banques de 0,4 point. Les placements à terme se sont, pour leurs parts, renforcés de 4,4% contre 4,2% en 2013. Quant aux comptes d'épargne, leur évolution demeure stagnante aux alentours de 8,1%.

La liquidité de l'économie¹ s'est trouvée, également, stimulée par l'accélération du taux de progression de 7 points de l'encours des agrégats de placements liquides en lien, notamment avec la progression de l'encours des Bons du Trésor négociables et celui des titres émis par les OPCVM obligations détenus par les sociétés financières de 7,6% et 29,6% respectivement. Cette situation a été soutenue, également, par la reprise constatée du marché boursier. Ainsi, l'évolution de la liquidité de l'économie est passée, entre les deux dernières années de 4,6% à 9,1% avec une contribution de la masse monétaire à hauteur de 4,7 points comparativement à 4,4 points pour les actifs liquides au lieu de 2,4 points et 2,3 points respectivement en 2013.

Figure 1. Evolution de la liquidité de l'économie et de la masse monétaire
(glissement annuel des encours des fins d'année, en %)



Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

En termes de contreparties monétaires, les créances sur l'économie, qui ont contribué de 3,6 points à la hausse de la masse monétaire, ont vu leur taux de croissance augmenter pour se situer à 4,3% après 3,5% en 2013. Cette situation est due, essentiellement, à l'accélération du rythme de progression des créances des autres institutions de dépôt, notamment en actions et autres titres de participations (27,6% au lieu de 3,1% en 2013). En revanche, le rythme d'accroissement annuel des crédits bancaires a décéléré, passant à +2,2% (+16,4 milliards de

¹ Liquidité de l'économie = (masse monétaire + agrégats de placement liquides) / PIB

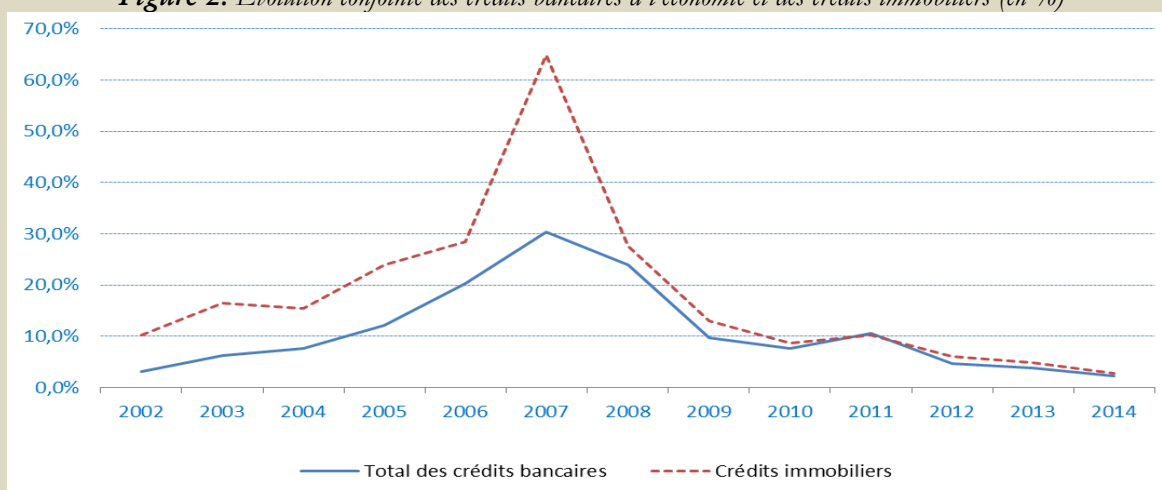
dirhams) après +3,9% (+27,8 milliards) à fin décembre 2013. Le ralentissement des crédits bancaires à l'économie, constaté au mois de décembre, est le résultat des baisses respectives des concours alloués aux autres sociétés financières et des prêts destinés aux entrepreneurs de 19,3% et 20,6% respectivement en 2013 à -10,2% et -5,3% respectivement en 2014.

Encadré: Facteurs explicatifs du ralentissement des crédits bancaires à l'économie

Le rythme annuel de progression du crédit bancaire s'est inscrit en ralentissement continu depuis le second semestre 2008 (malgré une hausse de 3 points en 2011), reflétant en grande partie un ajustement à la baisse, après une période de forte expansion entre 2007 et début 2008. Ainsi, en 2014, la décélération du crédit a été particulièrement prononcée, son rythme d'accroissement s'étant établi à 2,2% contre 3,9% en 2012, après un pic de 31,7% en janvier 2008 et une hausse moyenne de plus de 22% entre 2007 et 2009.

Ce ralentissement du rythme de progression des crédits bancaires à l'économie a résulté essentiellement du recul de 2,1 points des crédits immobiliers, en lien avec la baisse des crédits aux promoteurs immobiliers² de 6,2 points. Le ralentissement du rythme d'accroissement des prêts immobiliers, indépendamment de la hausse du nombre globale des transactions, pourrait être expliqué par la baisse remarquable des crédits aux promoteurs immobiliers (-6,2%) et la stagnation du rythme d'accroissement des crédits à l'habitat. Le recul de l'Indice des Prix des Actifs Immobiliers (IPAI) de 0,8% aurait un impact sur la régression du volume globale des crédits immobiliers. Globalement, les crédits immobiliers ont emprunté, au cours de l'année 2014, un sentier conjoncturel décroissant, s'éloignant largement de leur taux de croissance potentielle.

Figure 2. Evolution conjointe des crédits bancaires à l'économie et des crédits immobiliers (en %)



Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

La baisse des crédits à l'économie s'explique également par la contraction des créances diverses sur la clientèle, notamment les crédits à caractère financier³, qui ont atteint 104,8 milliards de dirhams à fin 2014, soit une baisse de 11% après une hausse de 16,2% en 2013, ramenant ainsi, leur part dans le total des crédits de 16% à 14%. Cette évolution résulte à hauteur de 79% du flux négatif enregistré au niveau des créances diverses sur la clientèle (-12,9 millions de dirhams) sous

² A partir de 2007, la progression des crédits à la promotion immobilière a été, en partie, amplifiée par les reclassements opérés par les banques, à la demande de Bank Al-Maghrib, à l'effet d'intégrer parmi les crédits à la promotion immobilière, les facilités accordées aux promoteurs immobiliers, initialement logées parmi les crédits de trésorerie

³ Composés des prêts octroyés à la clientèle financière et non financière dans le cadre d'une opération financière

l'effet du remboursement des crédits financiers octroyés au cours de l'année 2013.

Après une croissance de 23,8% l'année écoulée, les créances en souffrance ont été atténuées en 2014 de 3,7 points, du fait principalement des radiations effectuées par les banques et de l'effort du recouvrement opéré, d'une part, et la stagnation des impayés, d'autre part. A fin décembre 2014, les échéances impayées ont avoisiné 10,5 milliards de dirhams, soit quasiment le même encours enregistré à fin 2013⁴.

La ventilation des crédits bancaires par agent économique demeure marquée par la prépondérance des concours alloués aux entreprises non financières (publiques et privées), qui ont bénéficié à fin décembre 2014 d'un encours de crédits de 379,7 milliards de dirhams, en hausse de 3,7% contre une baisse de 2,5% en 2013. Cette tendance à la hausse, qui s'est amorcée depuis le mois de mars 2014, a concerné en particulier les prêts accordés aux entreprises non financières privées. Ces dernières ont vu le volume des crédits additionnels dépasser celui des remboursements de leur dette. Ainsi, les crédits accordés aux entreprises non financières privées ont atteint 344,6 milliards de dirhams à fin décembre 2014, en hausse de 3,1% après avoir diminué de 3,5% l'année précédente. De ce fait, leur part dans l'encours total des crédits distribués par le secteur bancaire a augmenté de 0,4 point pour atteindre 45,1%.

La persistance de cette tendance à la baisse traduit l'attitude plus prudente des banques qui, sous l'effet de la contrainte de respect des règles de solvabilité en vigueur, se trouvent dans l'obligation de durcir les critères d'octroi, en mettant l'accent sur l'aspect qualitatif, tel que l'exigences de garantie. La difficulté à réunir les garanties demandées compte parmi les obstacles les plus fréquemment mentionnés à l'obtention d'un crédit. Ainsi, selon l'enquête effectuée par la Banque Mondiale, réalisée dans le cadre d'élaboration du Rapport de Doing Business (édition 2015), le Maroc demeure mal classé en terme d'indice de fiabilité des droits légaux qui mesurent le degré de protection des droits des emprunteurs et des prêteurs (facilité de l'obtention de prêt conférée par la loi sur les garanties et sur les facilités).

Concernant les avoirs extérieurs nets, ils ont enregistré une hausse de 20,3% à fin 2014, après 3,8% en 2013. Cette situation a pour origine l'amélioration des comptes extérieurs, en lien notamment avec l'allégement du déficit commercial de 6,4%, le renforcement des transferts des Marocains Résidents à l'Etranger de 2,3% pour atteindre un encours de 59,2 milliards de dirhams, soit le plus haut niveau des cinq dernières années et l'amélioration des flux des investissements et prêts privés étrangers de 7,8% pour atteindre 29,9 milliards de dirhams. Ces évolutions se sont traduites par la progression des réserves de change pour représenter 5 mois et 9 jours d'importations de biens et services, après 4 mois et 12 jours à fin 2013.

Pour ce qui est de créances nettes sur l'administration centrale⁵, dont l'effet restrictif sur l'évolution de la masse monétaire s'est élevé à 0,5 point, leur évolution a marqué une baisse, passant de 19% en 2013 à -3,6%. Cette évolution tire ses origines essentiellement de l'amélioration du solde ordinaire⁶ de -3,5 à 5,2 milliards de dirhams, en lien notamment avec la baisse des dépenses de compensation, l'amélioration des recettes fiscales de 1,9% (au lieu d'une baisse de 1,6%), l'importance des dons du CCG et des recettes de privatisation. Dans ce contexte,

⁴ Statistique de Bank Al-Maghrib

⁵ L'administration centrale comprend l'Etat, constitué de l'ensemble des départements ministériels et des services administratifs, et les établissements publics d'administration centrale. Ces derniers englobent des unités dotées de la personnalité juridique auxquelles l'Etat a confié une compétence fonctionnelle spécialisée à l'échelle nationale.

⁶ Solde ordinaire ou l'épargne publique

la position nette du Trésor auprès de Bank Al-Maghrib s'est trouvée améliorée de près de 679 millions de dirhams, contre une détérioration de 351 millions de dirhams en 2013.

Tableau 1 : Agrégats de la liquidité de l'économie (glissements annuels des encours en %)

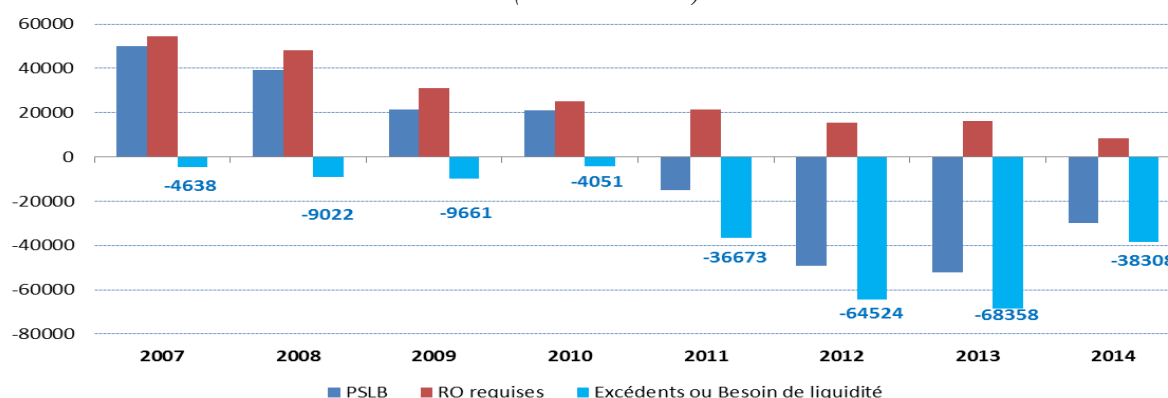
Agrégats	2010	2011	2012	2013	2014
Masse monétaire	6,85	6,44	4,52	3,12	6,62
Contreparties dont :					
- Réserves internationales nettes	6,47	-10,67	-16,74	3,82	20,29
-Créances sur l'Administration Centrale	-7,49	25,76	22,77	19,04	-3,57
-Créances sur l'économie	11,04	10,43	5,08	3,51	4,31
Placements liquides	28,02	5,78	6,92	8,44	15,31
Liquidité de l'économie	9,79	6,26	5,17	4,60	9,11

Source : Bank Al-Maghrib, élaboration DEPF

2. Baisse des taux monétaires en lien avec la baisse du déficit des trésoreries bancaires et l'omniprésence des interventions de Bank Al-Maghrib

À fin 2014, les facteurs autonomes de liquidité bancaires ont exercé un effet expansionniste de 22,4 milliards de dirhams sur les trésoreries bancaires, sous l'effet principalement d'une augmentation de 32,4 milliards de dirhams des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib. Quant à la position nette du Trésor et les autres facteurs, ils ont baissé de 312 et 300 millions de dirhams respectivement. Compte tenu, également, d'une baisse annuelle de 7,7 milliards de dirhams du montant de la réserve monétaire obligatoire, le besoin en liquidité des banques s'est élevé à 38,3 milliards de dirhams au lieu de 68,4 milliards de dirhams en 2013.

Figure 3. Evolution de la liquidité du système bancaire évaluée sur la base des encours des fins de périodes (en millions de dhs)



Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

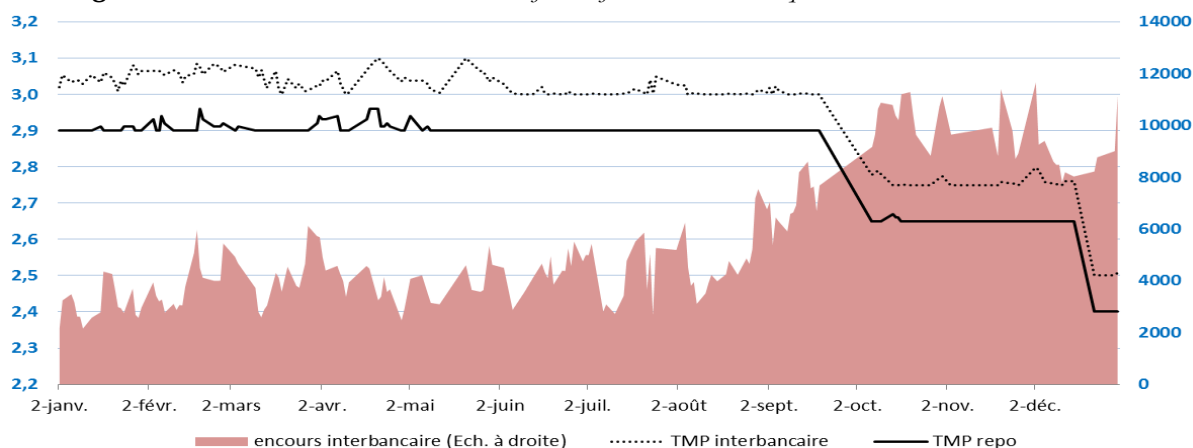
Dans ces conditions, le taux moyen pondéré (TMP) sur le marché interbancaire s'est établi à 2,94%, après 3,05% en 2013. Cette baisse a eu lieu suite à la décision du conseil de Bank Al-Maghrib d'abaisser le taux directeur de 3% à 2,75% le 24 septembre 2014 et à 2,5% le 17 décembre 2014. Le taux interbancaire demeurant, proche du taux directeur, a oscillé dans une fourchette allant de 2,5% à 3,1% et sa volatilité, mesurée par l'écart-type, s'est élevée à 0,15 après 0,04 en 2013. Cette tendance est attribuable à la situation de sous-liquidité du système bancaire qui rend le marché monétaire de plus en plus sensible aux événements récurrents de retrait de liquidités (dette intérieure, échéances fiscales,...). Le même scénario est constaté au niveau du

marché des repos où les taux, dont la moyenne s'est élevée à 2,85%, ont enregistré une baisse minimale de 4 points de base et leur volatilité n'a pas dépassé le seuil de 0,12.

En conséquent de l'atténuation du déficit de la liquidité bancaire, le volume moyen des échanges au jour le jour sur le compartiment interbancaire s'est amélioré, passant de 2,2 milliards de dirhams en 2013 à 3,5 milliards de dirhams en 2014. Cette situation peut être considérée comme le résultat du recul de transfert des opérations d'emprunts au jour le jour vers le marché des pensions livrées (marché des repos), étant donné les niveaux élevés du TMP en 2014 par rapport aux taux repos. En effet, les opérateurs ont tendance à privilégier le marché interbancaire dans le cas où les niveaux du TMP se situent à des niveaux supérieurs aux taux au jour le jour sur le marché des repos, et ce dans un contexte marqué par une atténuation de la sous-liquidité du marché monétaire.

Suite à la hausse constatée du volume des transactions, l'encours sur le marché interbancaire a plus que doublé pour atteindre 10,3 milliards de dirhams, en lien notamment avec l'importance des nouvelles opérations prêts-emprunts par rapport à la faiblesse des opérations de rachat.

Figure 4. Evolution du taux interbancaire au jour le jour et des encours quotidiens au cours de l'année 2014

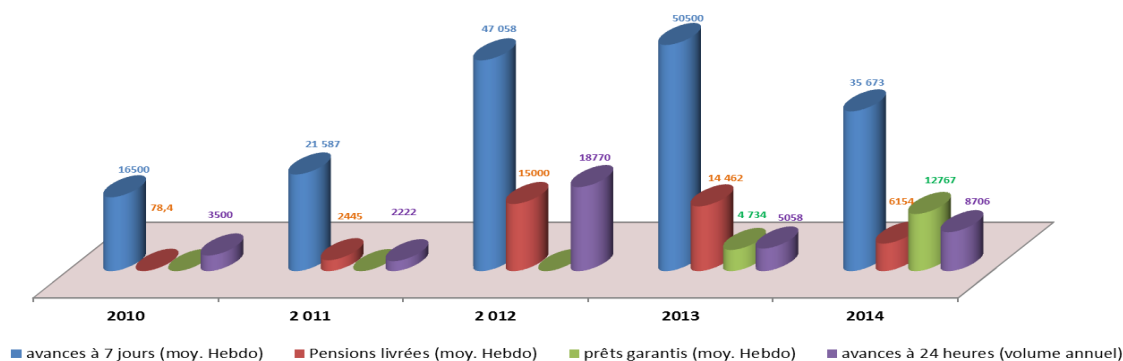


Source : Bank Al-Maghrib et CFG Maroc

Pour alimenter le marché monétaire en liquidité nécessaire en 2014, BAM est intervenue principalement à travers les avances à 7 jours sur appel d'offres. Le montant hebdomadaire moyen de ces opérations s'est élevé à près de 35,7 milliards de dirhams face à une demande hebdomadaire moyenne de 76,4 milliards de dirhams, soit un taux de satisfaction de 46,7% au lieu de 77,4% en 2013 pour un montant hebdomadaire servi de 50,5 milliards de dirhams. Par ailleurs, pour contenir la tendance à la hausse des taux interbancaires, BAM a utilisé la technique des pensions livrées (en dehors des avances sur appel d'offres à 7 jours) qui a porté, au cours de l'année 2014, sur un montant hebdomadaire moyen de 6,2 milliards de dirhams. Par ailleurs, dans un contexte marqué par la montée des impayées, les tensions de liquidités et par le renforcement des règles prudentielles de Bank Al-Maghrib, le durcissement des conditions d'accès au crédit des TPME est devenu nécessaire et vital. C'est dans ce cadre que BAM a mis en place, depuis la fin de l'année 2012, des mécanismes qui visent la facilitation de l'accès des TPME au financement bancaire⁷ à travers les prêts garantis. En 2014, la mobilisation des prêts garantis a concerné un volume hebdomadaire moyen de 12,8 milliards de dirhams contre 4,7 milliards de dirham en 2013. Concernant le montant annuel des avances à 24 heures, il demeure faible dans la mesure où il n'a pas dépassé un total annuel de 8,7 milliards de dirhams.

⁷ Voir lettre circulaire n° 12/DOMC/2013 relative au programme de soutien au financement des très petites et moyennes entreprises

Figure 5. Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché interbancaire au cours de l'année 2014
(en millions de dhs)



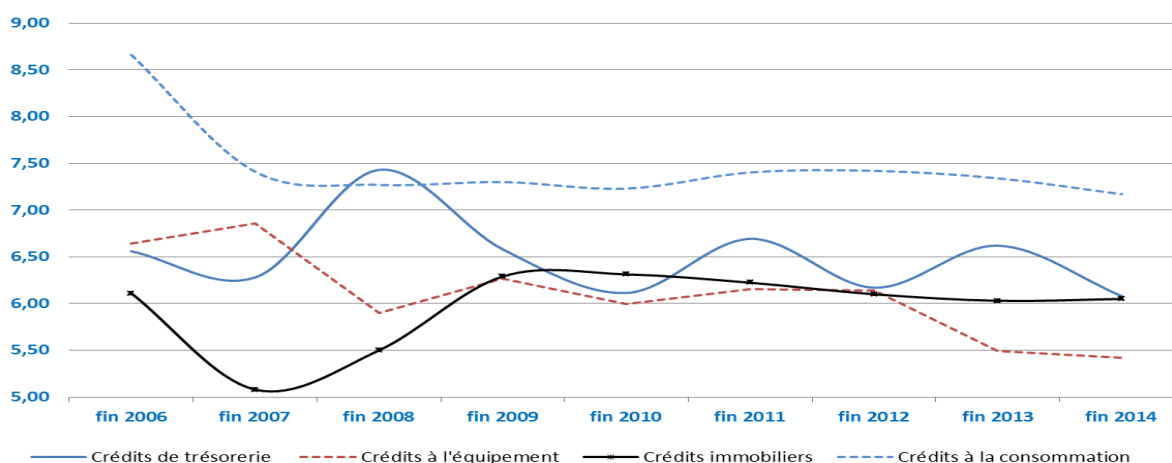
Source : Bank Al-Maghrib

3. Conditions de financement favorables dans un contexte d'atténuation de la sous-liquidité bancaire

L'adoption d'une politique monétaire accommodante et les baisses successives du taux directeur et du taux de la réserve obligatoire se sont traduites par une réduction de l'ensemble des taux d'intérêt et, par conséquent, par une amélioration des conditions de financement de l'économie.

Dans ces conditions, les taux rémunérant les dépôts bancaires ont enregistré des baisses allant de 73 points de base pour les comptes sur carnet auprès des banques se situant à 3,01%, à 18 points de base pour les dépôts à 6 et 12 mois⁸. Cette baisse des taux courts s'est répercutée sur les conditions débitrices des banques. Selon l'enquête trimestrielle réalisée par Bank Al-Maghrib, les taux débiteurs ont accusé au cours de l'année 2014, une baisse trimestrielle moyenne de 12 points de base, reflétant essentiellement le repli des taux appliqués aux crédits de trésorerie de 13,5 points de base et des taux sur la consommation de 4,25 points de base et, dans une moindre mesure, ceux des prêts à l'équipement de 1,75 point de base.

Figure 6. Evolution des taux débiteurs (en %)



Source: Bank al-Maghrib

⁸ Jusqu'à fin octobre 2014

4. Repli du marché obligataire⁹ avec une forte baisse des taux sur l'ensemble des maturités

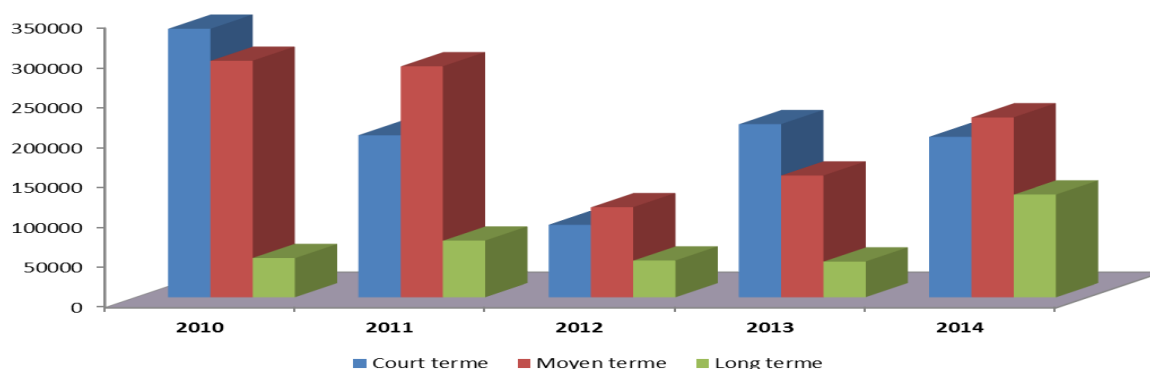
Après une hausse importante en 2013, les levées du Trésor sur le marché monétaire ont enregistré une forte baisse en 2014, avec un total ne dépassant pas 79 milliards de dirhams. L'atténuation du niveau du déficit budgétaire, représentant 4,7% du PIB, l'importance des dons accordés au Maroc par le Conseil de Coopération du Golfe (CCG), soit 10,7 milliards de dirhams, la cession en avril par l'Etat du reliquat de sa part dans le capital de la Banque Centrale Populaire au profit des Banques Populaires Régionales pour un montant de 2,1 milliards de dirhams et la réalisation par le Maroc en juin d'une émission obligataire sur le marché financier international d'un montant de 1 milliard d'euros, sont autant de facteurs qui ont incité le Trésor à diminuer ses levés sur le marché des adjudications. La politique d'émission du Trésor s'est caractérisée, au cours de l'année 2014, par la consolidation des souscriptions sur le moyen et long termes. Cette situation est attribuable au contexte favorable du marché obligataire, marqué par une atténuation de la hausse des taux d'intérêt, incitant les opérateurs à privilégier les maturités moyenne et longues pour leur couple rendement/risque en période de la baisse des taux d'intérêt.

4.1. Marché primaire : retournement important des levées et tendance baissière des taux

Contrairement à l'année précédente, la demande des institutionnels des bons du Trésor sur le marché primaire a enregistré une hausse de 34% au lieu de 66%, passant à près de 553 milliards de dirhams contre 413 milliards de dirhams en 2013. Cette situation a eu lieu en lien avec l'abondance du papier neuf sur le marché secondaire, suite à l'importance des levés du Trésor sur le marché primaire entre 2012 et 2013. La reprise qu'a connue le marché des actions et celui des obligations privées a également poussé les investisseurs à délaisser les valeurs des bons du Trésor.

La ventilation par maturité du volume des soumissions montre que les parts des placements à moyen et à long termes, dont les montants se sont élevés à plus de 225 et 128 milliards de dirhams, ont gagné respectivement 3,8 et 12,4 points pour atteindre 40,6% et 23,2% respectivement. Cette situation s'est opérée au détriment du court terme dont la part dans le total du volume demandé est passée de 52,4% à 36,2%. Cette orientation s'explique particulièrement par la baisse des taux monétaires sur le marché interbancaire et par les anticipations à la baisse des taux moyens et longs.

Figure 7. Montants soumissionnés par les institutionnels ventilés par terme au cours des cinq dernières années



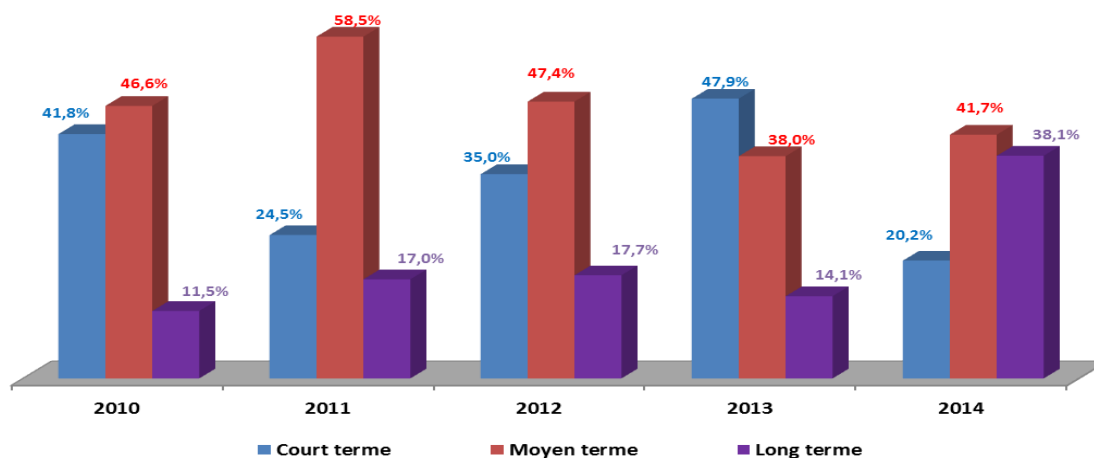
Source : Bank Al-Maghrib

⁹ Les statistiques tiennent compte des dates de règlement et non d'adjudication.

Du côté du Trésor, la demande manifestée sur le marché obligataire a été satisfaite à hauteur de 47% contre 77,4% en 2013. Ce taux reflète une chute des levées de 55%, soit un montant équivalent de près de 78,8 milliards de dirhams après 175,2 milliards de dirhams un an auparavant. Cette situation s'explique par la baisse importante du besoin de financement du Trésor qui a avoisiné 46,7 milliards de dirhams (au lieu de 54,5 milliards de dirhams prévu dans le cadre de la Loi de Finances). Dans ce contexte, le volume moyen levé par séance d'adjudication s'est établi à 1,5 milliard de dirhams contre 3,4 milliards de dirhams enregistré au cours de l'année 2013.

Ainsi, le Trésor a retenu un montant annuel qui se situe en dessous de la fourchette retraçant le besoin prévu initialement, estimé entre 80,5 et 86,5 milliards de dirhams. Contrairement à l'année 2013, où le Trésor a réussi à se refinancer principalement par le biais des émissions à court terme, l'année 2014 s'est caractérisée par une prédominance des levées sur le moyen terme. Ce mouvement s'explique, d'une part, par l'engouement des investisseurs sur la partie moyenne et longue de la courbe motivé par la volonté du Trésor à maintenir la durée moyenne de sa dette intérieure au voisinage de 5 ans 5 mois, et d'autre part, par des anticipations de baisse future plus accentuée des taux longs. C'est ainsi que les levées du Trésor sur le moyen et le long terme ont représenté 79,8% des levées totales contre 52,1% en 2013. La progression de la part du moyen et long terme dans la structure des levées du Trésor s'est produite au détriment des levées sur le court terme dont la part a régressé à 20,2% du total levé contre 47,9% en 2013.

Figure 8. Evolution de la structure des souscriptions en bons du Trésor entre 2010 et 2014



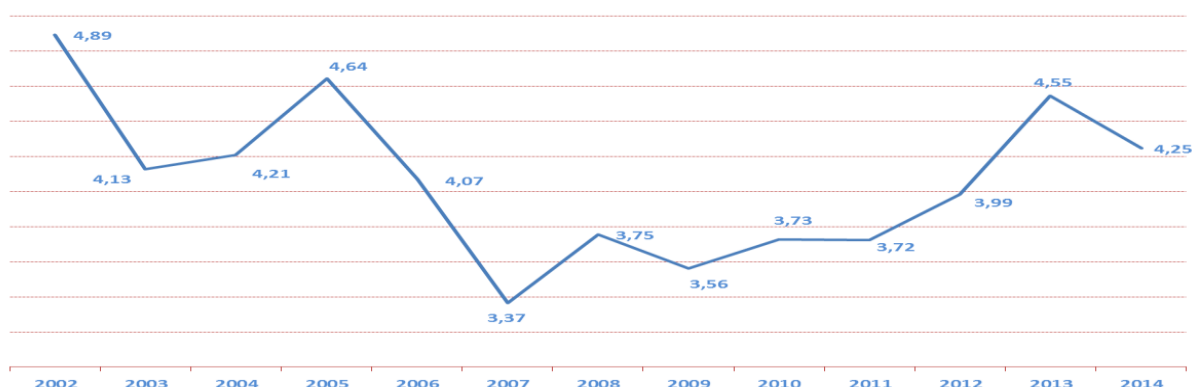
Source: Bank Al-maghrib

Par ailleurs, le Trésor, a procédé à des opérations de placements des excédents de son compte courant, à travers des prises en pension de Bons du Trésor et des dépôts en blanc sur le marché interbancaire. Au terme de l'année 2014, le volume global placé par le Trésor sur le marché monétaire a plus que doublé, passant de 539 milliards de dirhams en 2013 à près de 1173 milliards de dirhams.

La structure de ces placements fait ressortir une prédominance apparente des placements avec prise en pension. Ces derniers accaparent, à eux seuls, près de 92% du volume des placements du Trésor contre uniquement 8% pour les opérations à blanc. Par type d'opération, le taux moyen pondéré des placements du Trésor, s'est établi à 2,97% pour les dépôts en blanc et à 2,87% pour les opérations de prise en pension contre 3,06% et 2,77% respectivement en 2013.

Au regard de la situation qui a prévalu au niveau du marché monétaire, les taux de rémunération annuels moyens pondérés se sont inscrits en baisse de 16 points de base pour les titres de 15 ans et de 70 points de base pour ceux de 10 ans, s'établissant à 5,60% et 4,81% respectivement au lieu de 5,77% et 5,51% en 2013. Les bons à 5 ans et à 2 ans ont, également, enregistré des baisses importantes, soient de 77 et 125 points de base respectivement. De leur côté, les taux courts ont connu, dans leur ensemble, une détérioration qui avoisine 102 points de base. Les évolutions enregistrées sur les différentes parties de la courbe des taux se sont traduites par une baisse remarquable des taux de rémunération annuels moyens pondérés par maturité entre 2013 et 2014. Dans ces conditions, le taux d'intérêt moyen pondéré, synthétisant l'ensemble des émissions de l'année, s'est situé à 4,25%, en baisse de 30 points de base par rapport à 2013.

Figure 9. Evolution du coût moyen des bons du Trésor émis par adjudication (toutes maturités confondues)



Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

La baisse des levées s'est effectuée d'une manière plus que proportionnelle par rapport à celle des remboursements. Ces derniers se sont chiffrés à environ 66,8 milliards de dirhams contre près de 119 milliards de dirhams en 2013. Ainsi, les souscriptions nettes du Trésor sont passées de 56,3 milliards à près de 12,1 milliards de dirhams. Cela s'est traduit par une évolution de 2,9% de l'encours des bons émis par adjudication contre 15,8% en 2012, pour s'établir à près de 425,2 milliards de dirhams en 2014.

Tableau 2. Levées nettes du Trésor par maturité au cours de l'année 2014 (en millions de dhs)

Maturité	Levées	Remboursements	Endettement net
13 semaines	1 800	1 350	450
26 semaines	2 950	10 515	-7 565
52 semaines	11 150	15 781	-4 631
2 ans	13110	18 409	-5 299
5 ans	19 778	9 726	10 052
10 ans	9 750	7 922	1 828
15 ans	12 395	3 064	9 331
20 ans	7 400	0	7 400
30 ans	500	0	500
Total	78 833	66 767	12 066

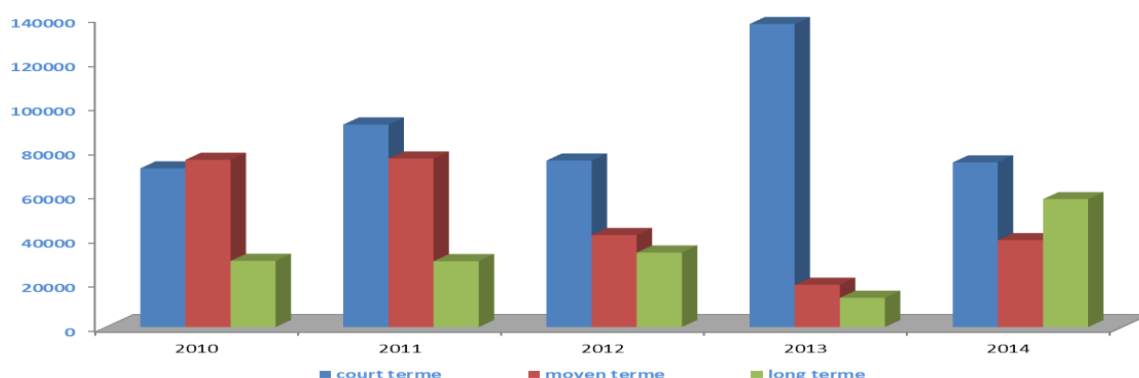
Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

4.2. Marché secondaire : hausse soutenue des transactions fermes avec prédominance des maturités courtes

Après une hausse de 12,5% en 2013, le volume global des opérations fermes n'a progressé que de 1,3% en 2014, affichant un total de 171,4 milliards de dirhams contre 169,3 milliards de dirhams au cours de l'année précédente. Cette atténuation du rythme de croissance s'explique principalement par la baisse de l'offre en papier neuf au marché primaire dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, ainsi que par la forte rétention de la part des investisseurs détenant des titres obligataires, et ce par manque d'alternatives de placement dans des conditions caractérisées par des anticipations baissières au compartiment primaire, notamment, sur les maturités moyennes et longues de la courbe des taux.

A l'image du marché primaire, l'analyse de la structure des transactions fermes sur le marché secondaire fait ressortir un rétrécissement de la part des titres à court terme. Ces derniers, bien qu'ils prédominent toujours la structure du volume des transactions globales, leur volume a baissé 46%, portant ainsi leur part dans le total des transactions de 81% en 2013 à 43% en 2014. Ce mouvement s'est opéré en faveur des titres dont les maturités sont moyennes et longues. Les volumes de ces derniers, dont les parts relatives se sont amplifiées, respectivement, de 12 et 26 points par rapport à 2013 pour atteindre 23% et 34%, ont plus que doublé et quadruplé, successivement.

Figure 10. Volumes annuels des transactions fermes entre 2010 et 2014 (en millions de dirhams)



Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

5. Marché de la dette privée : le retour en force des émissions obligataires

En 2014, le volume des émissions de la dette privée s'est inscrit en hausse pour s'établir à 79,5 milliards de dirhams contre 67,6 milliards de dirhams une année auparavant. Cette tendance est conjointement consécutive à la hausse des émissions d'obligations privées, des Bons de Sociétés de Financement (BSF) et des Billets de Trésorerie (BT). Quant aux Certificats de Dépôt (CD), ils se sont inscrits en baisse en 2014. Ainsi, le déficit persistant de liquidité bancaire a, nettement, favorisé le développement du marché des TCN, notamment les obligations privées et les BT qui constituent une autre alternative de financement pour les entreprises.

La structure des émissions en 2014 demeure dominée par les CD. Ces derniers ont mobilisé, à eux seuls, presque 59,5% des émissions totales, suivis des émissions obligataires et des

billets de trésorerie qui ont canalisé respectivement 17,8% et 13,1% du total des émissions privées.

D'une manière générale, l'attrait du marché de la dette privée a été favorisé par les taux relativement élevés et par le scepticisme des investisseurs envers les placements directs en bons du Trésor. Ainsi, la hausse des émissions de la dette privée en 2014 est la conséquence d'un environnement monétaire et obligataire plus propice aux émissions de titres privés.

5.1. Marché des titres de créances négociables : repli significatif des Certificats de dépôt

Le volume d'émissions de titres des créances négociables s'est inscrit en nette hausse, pour s'établir à près de 65,4 milliards de dirhams contre 60,6 milliards au cours de l'année précédente. Cette tendance a résulté essentiellement de la forte progression des émissions des bons de sociétés de financement et, dans une moindre mesure, des billets de trésorerie. Ces derniers, dont les volumes d'émission ont représenté 12% et 16% respectivement du volume total des émissions de TCN en 2014, se sont établis à 7,7 milliards de dirhams et 10,4 milliards de dirhams respectivement au lieu de 40 millions de dirhams et 9,7 milliards de dirhams respectivement en 2013.

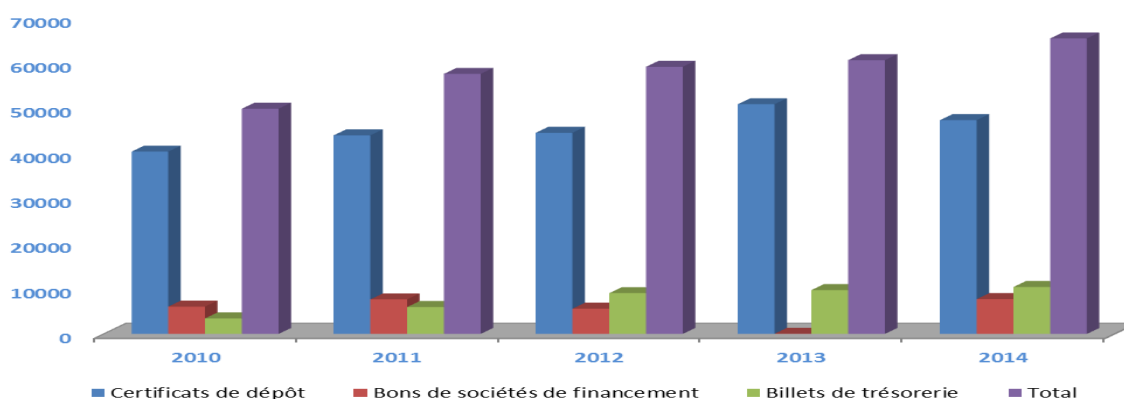
Cette tendance s'explique par le recours massif de certaines sociétés de financement à ce compartiment de la dette privée telles que Eqdom (2,34 milliards de dirhams), WAFABAIL (1,4 milliard de dirhams), WAFASALAF (1,35 milliard de dirhams), et SOGELEASE (1,2 milliard de dirhams). Ces titres, dont 78% ont une durée initiale comprise entre 1 an et 2 ans, sont souscrits à hauteur de 73,1% par les OPCVM et 19,4% par les établissements de crédit et la CDG. La plupart des sociétés de crédit ont fait appel à ce segment, en parallèle au financement bancaire, afin de renflouer leurs caisses surtout dans un contexte de maintien des créances en souffrance à un niveau élevé et de reprise de la demande sur les crédits à la consommation. Le retour d'émetteurs de taille importante sur le compartiment des BSF, se traduit par une hausse du nombre d'émetteurs (8 en 2014 contre 1 en 2013) ainsi que du volume des émissions. Notons que le gros de ces émissions (73,2%) est réalisé sur la maturité allant de 366 jours à 2 ans à des taux variant dans une fourchette allant de 4,16% à 4,25%, enregistrant ainsi une contraction de plus d'un point.

De même, les billets de trésorerie (BT) émis par les entreprises non financières privées ont atteint 10,4 milliards de dirhams, maintenant ainsi leur rythme d'accroissement de 7,1% après 7,5% un an auparavant. Le développement des émissions des BT concerne tant les volumes émis que le nombre d'émetteurs. En effet, le marché des TCN a enregistré en 2014 une succession d'émission de BT par des sociétés non financières, lesquelles font appel pour la première fois au marché des TCN (HYPER SA (LABEL VIE), RESIDENCES DAR SAADA et VALYANS CONSULTING). Les émissions des BT, souscrites à hauteur de 82,4% par les OPCVM, concernent essentiellement MAGHREB STEEL (31,8%), ALLIANCES DARNA (18,2%), AFRIQUIA GAZ (16%), DOUJA PROMOTION GROUPE ADDOHA (11,6%) et HYPER SA (LABEL VIE) (7,7%). Bien qu'il y ait eu de nouveaux intervenants sur le marché, les émissions n'ont pas affiché une progression remarquable. Cela pourrait s'expliquer vraisemblablement par l'orientation des entreprises au financement bancaire (+3,1%)

consécutivement à l'amélioration des conditions d'octroi des crédits. Et ce, même si les taux d'émissions étaient favorables avec des replis allant jusqu'à 63 points de base.

En représentant plus de 72% du volume total des TCN au lieu de 84% en 2013, le volume des émissions des CD s'est inscrit en baisse en 2014 pour s'établir à 47,3 milliards de dirhams contre 50,9 milliards de dirhams une année auparavant. Cette situation s'explique, d'une part, par l'allègement du déficit de liquidité bancaire et, d'autre part, par l'omniprésence des injections Bank Al-maghrib sur le marché monétaire à un coût réduit (le taux directeur a baissé deux fois en septembre et en décembre). Ainsi, malgré la baisse des taux d'émission des certificats de dépôts (37 points de base pour la très courte maturité à 3,8% et jusqu'à 1,38 point pour la longue échéance à 4,7%), ils restent largement moins intéressants que le taux de refinancement auprès de la banque centrale (2,5% actuellement). D'ailleurs, la Banque Centrale Populaire a quitté le marché alors qu'elle avait levé une année auparavant 11,9 milliards de dirhams.

Figure 11. Volume des émissions des TCN entre 2010 et 2014 (en millions de dhs)



Source: Bank Al-Maghrib

Malgré l'amélioration du volume des émissions, l'encours des TCN a baissé de 2,3% pour atteindre 73,3 milliards de dirhams. De ce fait, les nouvelles émissions sur le marché n'ont pas réussi à compenser les remboursements puisque la majorité des émissions ont été réalisées sur de courtes maturités, en lien avec la baisse des taux et de la frilosité des investisseurs qui préfèrent investir sur le court terme tenant compte de l'aggravation des risques des émetteurs. La baisse provient des certificats de dépôts qui accaparent presque 75% de l'encours total des TCN, et dont l'encours a baissé de 6% après une stagnation enregistrée au cours de l'année 2013.

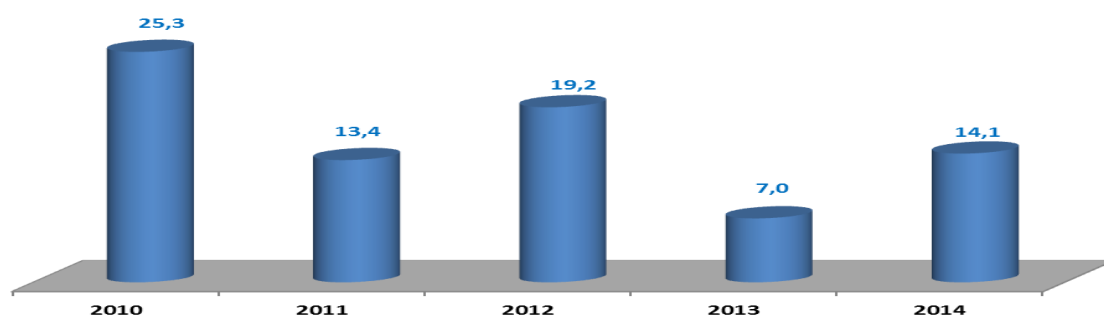
5.2. Nette progression des émissions d'obligations privées

Après une forte chute en 2013, les émissions d'obligations privées ont plus que doublé en 2014, passant de 7,01 milliards de dirhams à 14,1 milliards. Tenant compte des remboursements d'un montant de 639 millions de dirhams, l'encours des emprunts obligataires s'est accru en 2014 de 20,7% à 82,2 milliards de dirhams, dont 54,% émis par les entreprises privées, 17% par les sociétés non financières publiques et 26% par les banques.

Au total, l'année 2014 a connu 45 émissions dont le taux d'intérêt annuel varie entre 4,5% et 6,5% pour une durée qui fluctue entre 1 an et 6 mois, et 20 ans. La dynamique des émissions d'obligations privées en 2014 a résulté essentiellement de la présence d'émetteurs de taille

importante (tels que Douja promotion groupe Addoha, Hyper SA (Label Vie), la Compagnie Générale Immobilière, la société des Autoroutes du Maroc, Attijariwafa Bank, la BMCE bank, la Banque Centrale Populaire et le Fonds d'équipement communal) dont le volume des émissions s'est élevé à 10,4 milliards de dirhams en 2014, soit près de 73,6% des émissions totales.

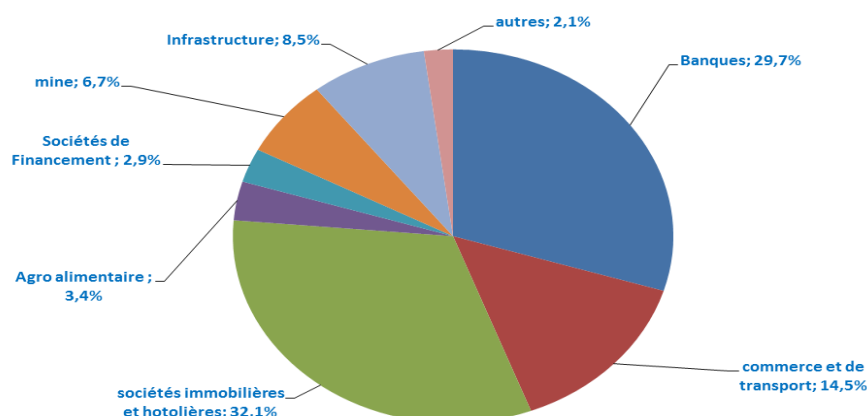
Figure 12. Evolution du volume des émissions des obligations privées entre 2007 et 2014 (en milliards de dhs)



Source : Bank Al-Maghrib, CFG, CDG , BMCE Capital et CDVM.

Par rapport aux taux de Bank Al-Maghrib, le spread des émissions obligataires, pondéré par les montants souscrits, a enregistré une hausse considérable, passant de 25,3 pbs, toutes maturités confondues, à près de 97 pbs. Cette tendance provient principalement des hauts spreads (286 pbs, 279 pbs, 223 pbs, 221 pbs et 209 pbs) relatifs aux émissions de la société RISMA, de la société PALMERAIE DEVELOPPEMENT, de la société JET ALU Maroc, de la société BEST REAL ESTATE et de la société ZALAGH HOLDING.

L'analyse sectorielle des émissions obligataires montre que le marché reste largement animé par le secteur immobilier et hôtelier et le secteur bancaire qui accaparent respectivement 32,1% et 29,7% de l'ensemble des émissions obligataires en 2014. Quant aux sociétés de financement, au secteur d'agro-alimentaire et au secteur minier, leurs parts demeurent faibles dans la mesure où elles n'ont pas dépassé le seuil de 2,9%, 3,4% et 6,7% respectivement. Cette concentration reste un handicap au développement de ce compartiment dans la mesure où l'offre du papier est caractérisée par le manque d'atomicité, ce qui est en contradiction avec le principe de la diversification des risques.



Source: CFG élaboration DEPF

Conclusion

Dans un environnement économique mondial et régional perturbé, l'économie marocaine a fait preuve d'une certaine résilience. La croissance attendue serait d'environ 3%, avec un niveau d'inflation maîtrisé. Le déficit des transactions courantes s'est réduit sensiblement et le déficit budgétaire se contracte sous l'effet, notamment, des mesures prises dans ce sens par le Gouvernement. Dans ce contexte, le marché monétaire et obligataire marocain a enregistré des résultats globalement satisfaisants.

Ainsi, l'amélioration de la position structurelle des banques et la baisse des réserves monétaires obligatoires ont donné lieu à l'atténuation du déficit de liquidité bancaire. Pour faciliter le refinancement des banques, la Banque Centrale a baissé son taux directeur à deux reprises successive pour atteindre 2,50% contre 3% en 2013 et ce, dans un souci de maintien de l'inflation à un niveau faible. Paradoxalement au ralentissement des besoins de liquidité des banques, les crédits bancaires à l'économie ont baissé et ce, malgré l'omniprésence de la Banque Centrale. L'intervention de cette dernière a été sollicitée et manifestée à travers, notamment, des opérations permanentes d'avances sur appels d'offre à 7 jours. L'objectif est d'alimenter le marché en liquidité nécessaire et maintenir les taux à des niveaux compatibles avec les objectifs de la politique monétaire. Par conséquent, le taux moyen pondéré interbancaire a enregistré une légère baisse, bien que sa volatilité est restée encore faible au moment où le volume des échanges s'est apprécié.

Parallèlement, sur le marché obligataire, les levées du Trésor ont accusé une nette baisse par rapport à 2013, en relation avec le fléchissement du besoin de financement du Trésor, suite à l'amélioration des recettes ordinaires et à la réduction de la charge de compensation (résultat des diverses mesures adoptées par le Gouvernement depuis 2012). Le compartiment secondaire a été, également, dynamique en 2014 qu'en 2013. Une hausse notable des transactions fermes a été constatée, avec une prépondérance des maturités courtes.

Le besoin de liquidité sur le marché monétaire s'est traduit, néanmoins, par une hausse de l'activité sur le marché des TCN, notamment les obligations privées, les BT et les BSF, qui demeure une alternative pour les entreprises et les sociétés de financement pour combler leur besoin de financement. Quant au compartiment des CD, il a enregistré un net recul, en lien avec l'allègement du déficit de liquidité du secteur bancaire.