

Royaume du Maroc



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES

Direction des Etudes et  
des Prévisions Financières

# Évolution du marché monétaire et Obligataire durant l'année 2009

Mars 2010



## Introduction

Grâce aux bons résultats du secteur agricole et au raffermissement de la demande intérieure suite aux mesures entreprises par le Gouvernement en matière de soutien de l'investissement et d'amélioration des revenus des ménages et aux actions prises par le Comité de Veille Stratégique pour soutenir les activités sectorielles orientées à l'exportation, le taux de croissance économique s'est maintenu en 2009 à un niveau proche de celui de l'année précédente, soit 5,3% après 5,6%.

Par ailleurs, les finances publiques, et après des réalisations exceptionnelles en 2008, ont accusé un déficit qui se situerait autour de 2,5% du PIB, suite à la baisse des recettes fiscales consécutive à la baisse des taux d'imposition et à la crise économique qui a affecté les secteurs d'activités liés à la demande étrangère. Ainsi, pour combler son besoin de financement, et face à l'importance des remboursements, le Trésor a augmenté significativement le volume de ses levées sur le marché primaire induisant un endettement net de plus de 5 milliards de dirhams. Le financement du Trésor sur le marché des adjudications s'est opéré dans un contexte de baisse des taux de rémunération occasionnée par la forte demande des souscripteurs et la baisse des taux monétaires.

La conjoncture internationale difficile n'a pas manqué d'affecter le solde du compte courant et le niveau des avoirs extérieurs consécutivement au recul des différents flux de capitaux étrangers (transferts des Marocains Résidents à l'Etranger, investissements et prêts privés étrangers et recettes voyages). Dans un tel contexte, la situation de la liquidité bancaire s'est trouvée négativement impactée. De ce fait, les concours à l'économie ont marqué un ralentissement de leur rythme d'évolution en raison, entre autres, du ralentissement du rythme de progression des crédits immobiliers et des concours aux sociétés de financement. Par conséquent, l'accroissement de la masse monétaire s'est décéléré et le besoin en liquidité s'est élevé aux environs de 18 milliards de dirhams en moyenne en 2009.

Pour préserver l'équilibre du marché, Bank Al-Maghrib (BAM) est intervenue à travers une politique monétaire expansive pour injecter la liquidité nécessaire. Cette intervention s'est concrétisée notamment par l'importance des opérations des avances sur appel d'offres et les baisses consécutives du taux de la réserve obligatoire. Cela s'est traduit par la baisse des volumes échangés et des taux d'intérêt sur le compartiment interbancaire.

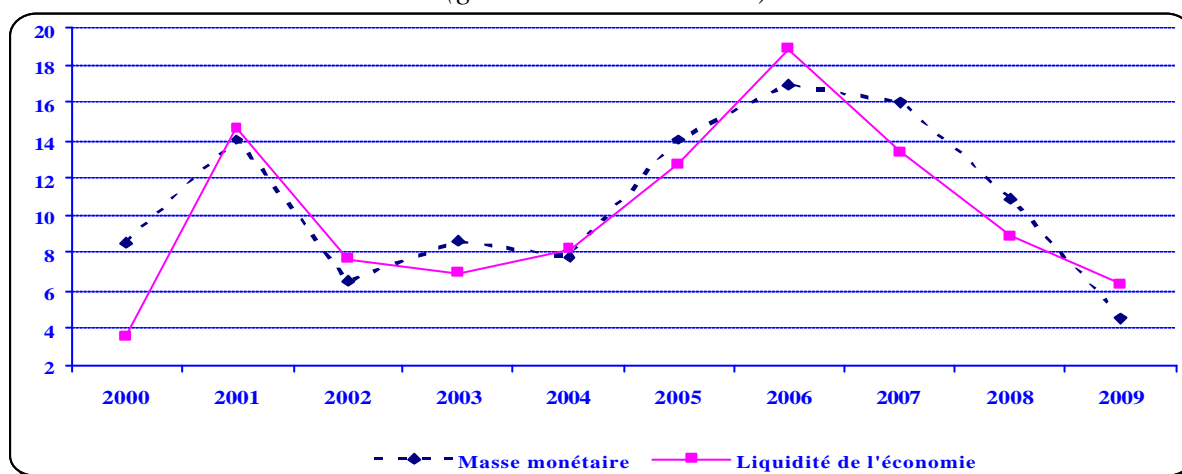
Concernant l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation, elle a nettement diminué par rapport à l'année précédente, passant de 3,7% à 1%, en relation notamment avec la baisse des prix des produits énergétiques et des matières premières sur le marché international. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a décidé, en mars 2009, de revoir à la baisse le taux directeur pour le ramener à 3,25%. Cette situation a exercé une pression à la baisse sur les taux obligataires dès les premiers mois de l'année.

Enfin, et malgré la baisse des volumes émis, l'activité sur le marché de la dette privée s'est trouvée toujours stimulée par le creusement du déficit de liquidité bancaire et le besoin important de financement des investisseurs.

## 1. Liquidité de l'économie tirée à la baisse

La tendance au ralenti de la liquidité de l'économie s'est accentuée au cours de l'année 2009. La progression annuelle de l'encours s'est établie à 6,3% contre 8,9% en 2008 et 13,4% en 2007 (voir tableau 1). Le resserrement de la liquidité de l'économie tire ses origines de l'évolution moins soutenue de la masse monétaire comparativement à l'année précédente. L'encours de cette dernière s'est accru de 4,5% au lieu de 10,8%. Cette décélération est principalement attribuable à l'atténuation du rythme d'accroissement de la monnaie scripturale de 7,9% à 4,8%, suite à l'atténuation de l'évolution des dépôts à vue auprès des banques de 7,6% à 5,8%. La même tendance a été enregistrée par les comptes d'épargne et les placements à terme dont les évolutions ont baissé de 1,1 et 23,2 points respectivement, en relation essentiellement avec la décélération des comptes sur carnet auprès des banques et des comptes à terme et bons à échéance fixe. Les placements liquides ont enregistré, quant à eux, une évolution positive de 36,3% contre une baisse de 15,5% en 2008, contribuant ainsi de 1 point à la liquidité économique.

*Figure 1 : Evolution de la liquidité de l'économie et de la masse monétaire (glissement annuel en %)*



Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

En termes de contreparties monétaires, les concours à l'économie, qui ont participé à hauteur de % à l'évolution de la masse monétaire, se sont accrus de 9,1% contre 22,9% il y a un an. Ce repli est attribuable, d'une part, au ralentissement du rythme de croissance des crédits immobiliers et des concours aux sociétés de financement de 15 et 20 points respectivement et, d'autre part, à la baisse des crédits de trésorerie et des créances diverses sur la clientèle de 1% et 12% après une hausse de 22% et 95% respectivement en 2008.

Concernant les créances nettes sur l'Etat, elles ont marqué une hausse de 6% après 1% en 2008. Cette évolution tire ses origines essentiellement de l'augmentation des recours du Trésor aux banques de l'ordre de 1,9 milliard et de la détérioration de la position nette du Trésor auprès de Bank Al-Maghrib de 1,8 milliard de dirhams, en lien notamment avec la hausse du besoin de financement du Trésor dans un contexte de baisse des recettes fiscales et par l'importance des remboursements.

Enfin, et pour la deuxième année consécutive, les avoirs extérieurs nets ont enregistré une régression pour passer à 189 milliards de dirhams contre 196 milliards de dirhams à fin 2008, soit une baisse de 3,6% après un recul de 5,3% il y a un an. Cette détérioration, qui a eu lieu malgré l'allègement du déficit de la balance commerciale de 23,5% à 10,4% en 2009, s'explique par la baisse des recettes voyages de 5%, des transferts des MRE de 5,3% et des recettes des investissements et prêts privés étrangers de 26,1%.

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

Agrégats	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Masse monétaire</b>	<b>14,0</b>	<b>17,0</b>	<b>16,1</b>	<b>10,8</b>	<b>4,5</b>
Contreparties dont:					
- Avoirs extérieurs	14,9	15,0	8,8	-5,3	-3,6
-Créances sur l'Etat	6,6	0,2	2,7	1,1	6,0
-Concours à l'économie	11,1	16,3	28,5	22,9	9,1
<b>Placements liquides</b>	<b>0,1</b>	<b>40,9</b>	<b>-12,3</b>	<b>-15,5</b>	<b>36,3</b>
<b>Liquidité de l'économie</b>	<b>12,8</b>	<b>18,9</b>	<b>13,4</b>	<b>8,9</b>	<b>6,3</b>

Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

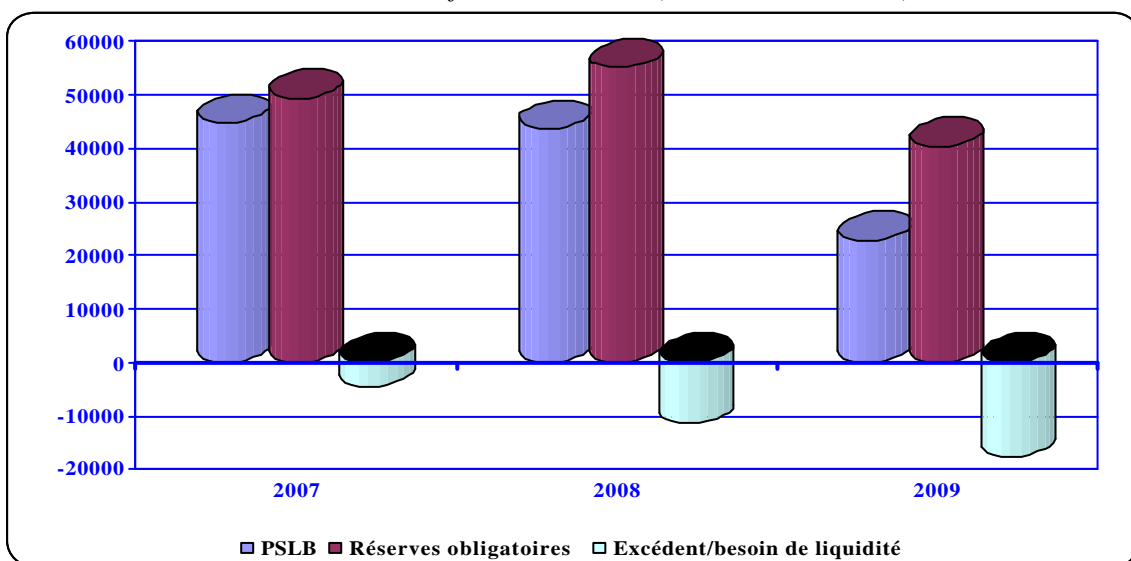
## 2. Marché monétaire : baisse des taux d'intérêt malgré le creusement du déficit de liquidité

### 2.1 Système bancaire : hausse des besoins en liquidité

Au cours de l'année 2009, la moyenne de la position structurelle de liquidité des banques (PSLB), évaluée sur la base de la moyenne des encours des fins de semaine, a marqué une évolution négative de -48% (passant de 43,7 à 22,8 milliards de dirhams), après -2,3% en 2008. Cette situation trouve son origine dans l'impact restrictif exercé par les facteurs autonomes de la liquidité bancaire. Cet impact est notamment lié à l'accroissement de 6,7% de la circulation fiduciaire, à la contraction des avoirs extérieurs nets et à la détérioration de 37% de la position nette du Trésor auprès de Bank Al-Maghrib.

De ce fait, le marché monétaire s'est maintenu en situation de besoin de liquidité évalué à 17,7 milliards de dirhams au lieu de 11,3 milliards l'année précédente. Cette situation a eu lieu indépendamment de la baisse de la réserve obligatoire requise dont la moyenne s'est élevée à 40,4 milliards de dirhams au lieu de 55 milliards, enregistrant une baisse de 26,5%, en lien notamment avec la baisse du rythme de croissance des crédits accordés et du taux de la réserve obligatoire.

**Figure 2 : Evolution de la liquidité du système bancaire évaluée sur la base de la moyenne des encours des fins de semaine (en millions de dhs)**

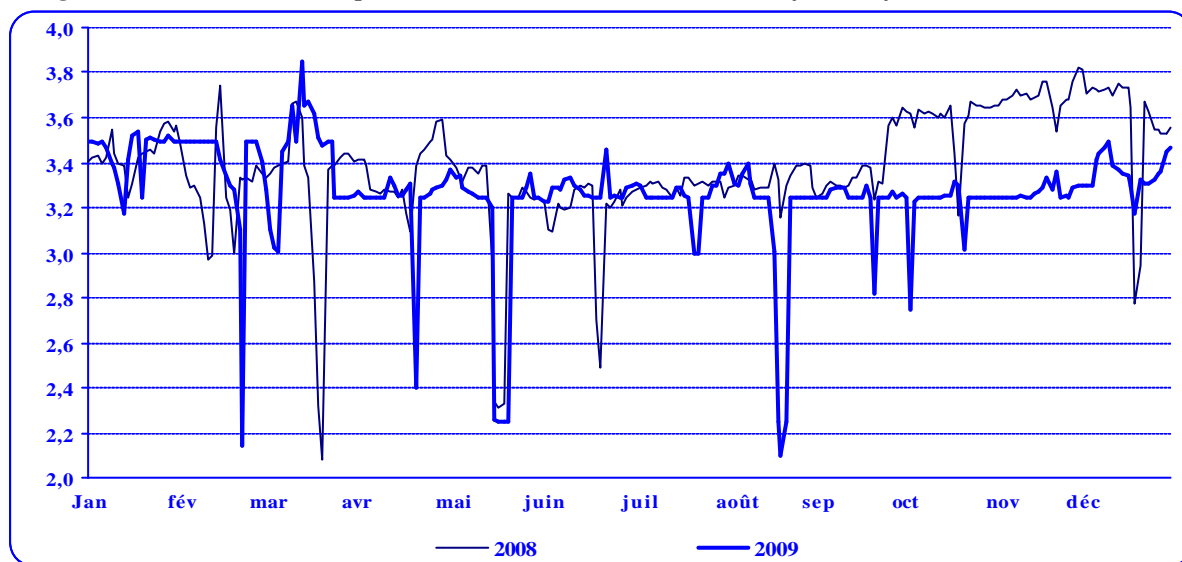


Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

## 2.2 Baisse des volumes échangés et des taux d'intérêt sur le compartiment interbancaire

Le volume moyen des échanges au jour le jour sur le compartiment interbancaire est passé de 2,94 à 2,72 milliards de dirhams entre 2008 et 2009, soit un taux de régression de 7,8% après une hausse de 34,8% un an auparavant. Dans ces conditions, la tendance des taux monétaires s'est orientée à la baisse. Ainsi, le taux moyen pondéré (TMP) quotidien s'est établi à 3,26% contre 3,37% un an auparavant. Ce léger recul s'explique par les niveaux excédentaires de la réserve enregistrés au cours de certaines périodes, en lien notamment avec les baisses successives du ratio de la réserve monétaire obligatoire. La baisse du taux directeur de 25 pbs en mars 2009 (après une hausse égale en septembre 2008), suite à la disparition des risques inflationnistes, a largement contribué à la baisse des taux interbancaires. La même tendance a été constatée sur le marché des repos dont la moyenne des taux au jour le jour ressort à 3,02% contre 3,18%. Grâce à l'omniprésence de Bank Al-Maghrib pour le refinancement des banques, la volatilité des taux sur l'interbancaire reste quasi-stable à un niveau relativement bas, soit 0,24%, contre 0,49% sur le marché des repos.

*Figure 3 : Evolution comparative du taux interbancaire au jour le jour entre 2008 et 2009*

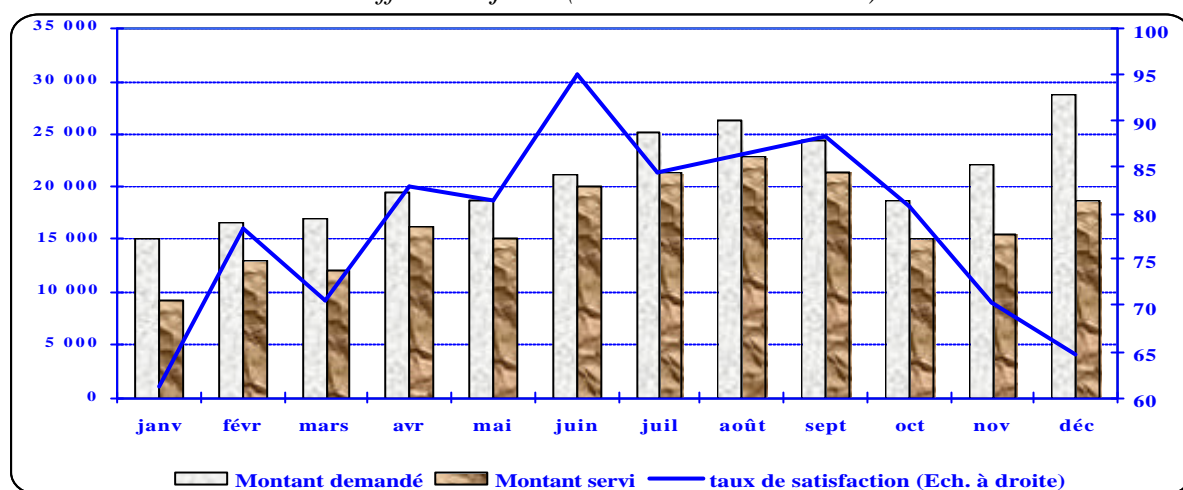


Source : Bank Al-Maghrib

## 2.3. Intervention de Bank Al Maghrib pour réguler le marché

Pour injecter la liquidité nécessaire, BAM est intervenue à travers les avances à 7 jours sur appel d'offres pour un montant hebdomadaire moyen de 16 milliards de dirhams face à une demande hebdomadaire moyenne de 20,3 milliards de dirhams, soit un taux de satisfaction de 78,6% au lieu de 52,5% en 2008 pour un montant hebdomadaire servi de 11,2 milliards de dirhams. Les banques ont également sollicité les avances à 24 heures pour un montant total qui n'a pas dépassé 2,2 milliards de dirhams. Par ailleurs, pour contenir la tendance à la hausse des taux interbancaires, BAM a utilisé d'autres instruments de régulation, en l'occurrence les opérations de pensions livrées et la baisse continue du taux de la réserve obligatoire pour le ramener à 8% au lieu de 15% à fin 2008. Pour le premier instrument, l'opération a porté sur un montant global de 18,5 milliards de dirhams. Quant au second, il s'est traduit par l'injection de l'équivalent d'environ 26,5 milliards. Enfin, la baisse du taux directeur de 25 points de base à 3,25% s'inscrit dans le cadre de la volonté de BAM d'alléger le coût de refinancement des banques et ce, compte tenu d'une quasi-disparition des risques inflationnistes.

**Figure 4 :** Montants hebdomadaires moyens demandés et offerts sur le marché des appels d'offres à 7 jours (en millions de dirhams)



Source : Bank Al-Maghrib

### 3. Marché des bons du Trésor <sup>(1)</sup> : forte hausse des levées et tendance baissière des taux

Après la forte expansion de l'année 2008, la demande des bons du Trésor sur le marché primaire a poursuivi sa tendance haussière en 2009, passant de 317 à près de 449 milliards de dirhams. Cette situation s'explique, d'une part, par l'attractivité des bons du Trésor dans un contexte marqué par la baisse des taux sur le compartiment interbancaire et, d'autre part, par la pénurie de titres à la vente sur le compartiment secondaire en lien notamment avec la présence relativement faible du Trésor sur le marché primaire entre 2006 et 2008.

Selon la ventilation par maturité du volume des soumissions, le court terme, toujours prépondérant, a perdu 16 points par rapport à l'année précédente avec une part de 63% contre 79% en 2008 en faveur du moyen terme dont la part s'est améliorée de 14% à 35%. Le long terme ne représente qu'à peine 2% du total des soumissions au terme de l'année 2009. Cette évolution s'explique notamment par les anticipations à la hausse des taux longs, compte tenu du ralentissement prévu des recettes fiscales et l'importance des engagements de l'Etat en matière d'investissement pour l'année 2010. La répartition trimestrielle de ces soumissions fait ressortir plus de dynamisme au cours des deux premiers trimestres, soit une part de plus de 30% chacun contre environ 15% et 23% au cours du 3<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> trimestre respectivement.

Du côté du Trésor, le taux de satisfaction global est resté autour de son niveau de l'année précédente (16%) reflétant, toutefois, une hausse importante des levées de 57% contre 21% au terme de l'année 2008, soit l'équivalent de près de 73 milliards de dirhams au lieu de 46,5 milliards de dirhams en 2008. Cette situation s'explique par la hausse du besoin de financement du Trésor dans un contexte de baisse des recettes fiscales et par l'importance des remboursements qui ont atteint 67,7 milliards de dirhams au lieu de 52,7 milliards en 2008. Par conséquent, les souscriptions nettes du Trésor se sont élevées à plus de 5,2 milliards de dirhams contre un désendettement de plus de 6 milliards de dirhams l'année précédente. Cela s'est traduit par une évolution positive de 2,1% de l'encours des bons émis par adjudication pour s'établir à 259 milliards de dirhams à fin 2009 contre une baisse de 2,4% en 2008. Ce renversement de tendance reflète un resserrement relatif des finances publiques par rapport à 2008 face au besoin grandissant de financement. La structure des levées traduit une préférence pour le court terme qui a canalisé 68% de l'offre totale contre une absence totale du long terme.

<sup>1</sup> Les statistiques tiennent compte des dates de règlement et non d'adjudication.

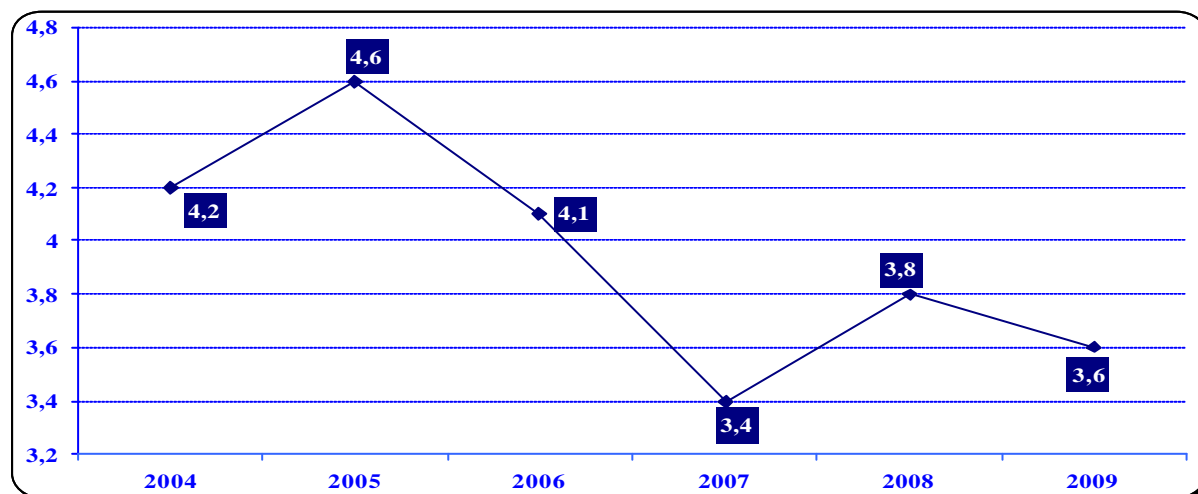
**Tableau 2 : Levées nettes du Trésor par maturité au cours de l'année 2009**  
(en millions de dhs)

Maturité	Remboursements	Levées	Endettement net
13 semaines	6 000	6150	150
26 semaines	6 652	8827	2 175
52 semaines	13 012	34903	21 891
2 ans	6 922	11993	5 072
5 ans	23 104	11038	-12 066
10 ans	6 802	0	-6 802
15 ans	5 182	0	-5 182
20 ans	0	0	0
30 ans	0	0	0
<b>Total</b>	<b>67 673</b>	<b>72 911</b>	<b>5 238</b>

Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

Les taux de rémunération annuels moyens pondérés (TMPA) se sont inscrits en baisse de 33 points de base pour les titres de 52 semaines et de 20 points de base pour ceux de 26 semaines, s'établissant à 3,50% et 3,49% respectivement au lieu de 3,83% et 3,69% en 2008. Les bons à 13 semaines et à 5 ans ont également enregistré une baisse de 12 et 9 points de base respectivement, alors que les taux des bons à 2 ans ont resté quasiment inchangés. Dans ces conditions, le taux d'intérêt moyen pondéré (TMP) synthétisant l'ensemble des émissions de l'année s'est situé à 3,56%, en baisse de 19 points de base par rapport à 2008 suite notamment à la baisse de 26 points de base du TMP des maturités courtes et l'absence des émissions de longue durée.

**Figure 5 : Evolution du coût moyen des bons du Trésor émis par adjudication**  
(toutes maturités confondues)



Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

Le volume global des transactions sur le marché secondaire des bons du Trésor émis par adjudication a atteint 5711 milliards de dirhams, en baisse de 13,4% après 12,7% il y a un an. La diminution provient des opérations temporaires qui ont baissé de 14%, en lien notamment avec la baisse de 16 points de base des taux repos.

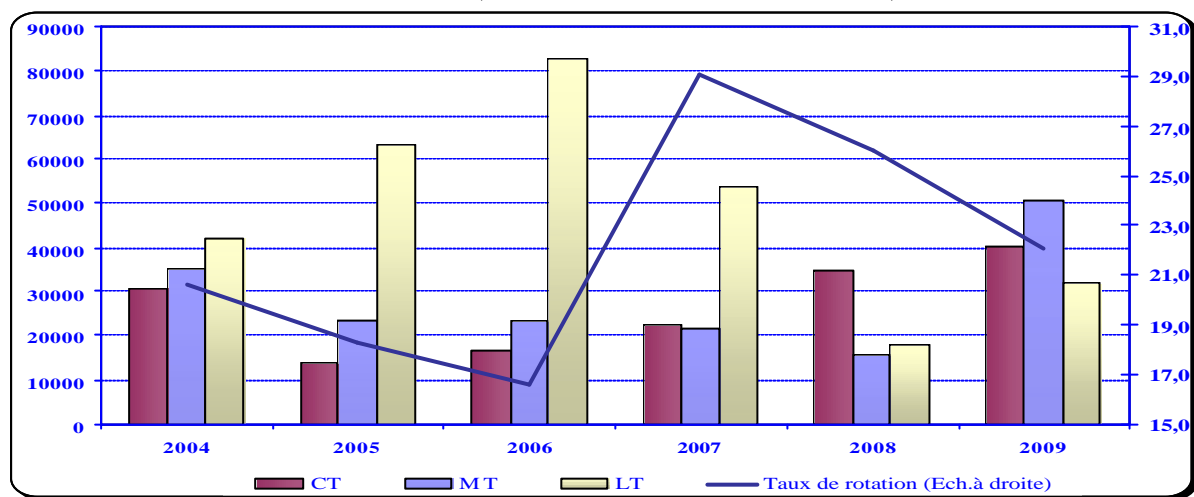
En revanche, les transactions fermes ont connu une hausse notable en 2009 (+80%) permettant de regagner le niveau de 2006 (près de 123 milliards de dirhams contre 68 milliards en 2008), après des baisses consécutives enregistrées en 2007 et 2008. Cette performance s'explique par l'intégration dans ce genre d'opérations, et sur obligation de BAM, des autres transactions qui s'opéraient hors marché.



La structure de l'ensemble de ces transactions fait ressortir une baisse relative de la part des maturités courtes à 33% au lieu de 51% en 2008 en faveur des maturités moyennes dont la part dans le total des transactions s'est consolidée de 18 points par rapport à 2008 passant à 41%. La part des maturités courtes s'est maintenue autour de 26%.

Concernant le taux de rotation, il s'est inscrit en baisse pour s'établir à 22% après 26% en 2008 et 29% en 2007. Cette tendance baissière résulte d'une hausse plus proportionnelle du volume des transactions sur le marché secondaire par rapport à celle de l'encours des bons du Trésor sur le marché.

**Figure 6 : Evolution mensuelle des transactions fermes et du taux de rotation entre 2004 et 2009 (en millions de dirhams et en %).**



Source : Bank Al-Maghrib, calcul DEPF

#### 4. Marché de la dette privée : importance des émissions malgré le repli

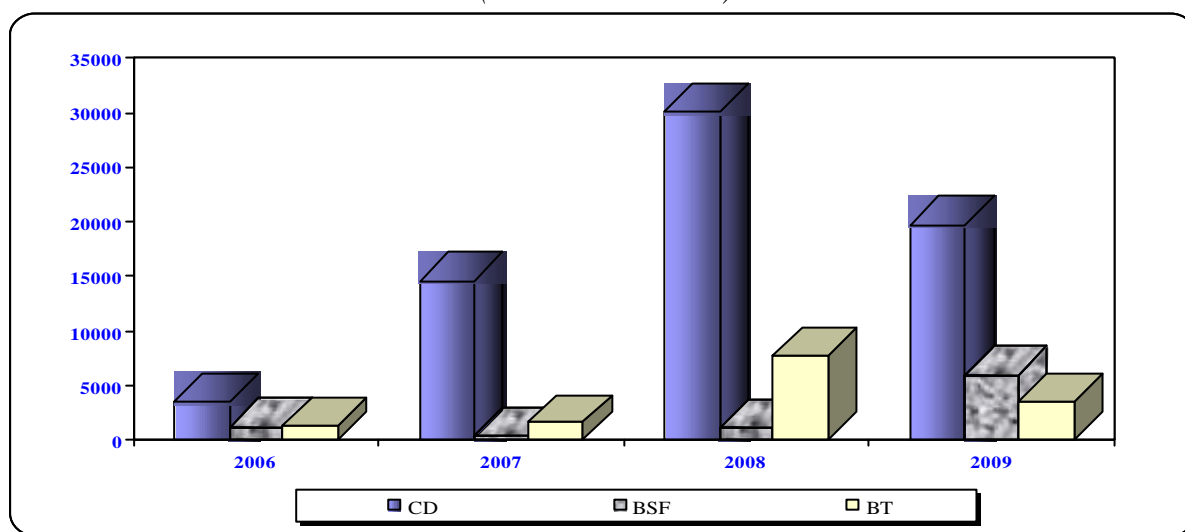
Bien que le volume des émissions ait enregistré un recul de plus de 20% par rapport à l'année 2008, le marché de la dette privée demeure une source de financement potentielle pour les investisseurs. En effet, le creusement du déficit de liquidité bancaire en 2009 a stimulé le développement de ce compartiment où les émissions se sont élevées aux environs de 42 milliards de dirhams. L'importance des transactions trouve son origine dans l'alternative que ce marché présente pour les banques pour combler leur besoin en liquidité. Ce dynamisme a été favorisé par la présence d'investisseurs potentiels qui sont à la recherche de réelles opportunités de placement dans un contexte de baisse de rendement sur le marché boursier. La structure des émissions est largement dominée par les émissions des certificats de dépôt (CD) qui ont accaparé, à elles seules, presque 47% des émissions totales, suivies des émissions obligataires et des bons de sociétés de financement (BSF) qui ont canalisé respectivement 31% et 14% du total des émissions privées.

##### 4.1. Marché des titres de créances négociables: baisse du volume des émissions

Afin 2009, le volume des émissions des TCN s'est élevé à 29,2 milliards de dirhams après 37,6 milliards au cours de l'année précédente. Indépendamment de la baisse constatée, le volume des émissions demeure important grâce notamment à la masse des émissions des CD. Ces derniers dont le volume représente 67% du volume total des émissions des TCN, se sont élevés à 19,7 milliards de dirhams. Les principaux émetteurs de ces titres sont ATTIJARIWAFABANK, CREDIT DU MAROC et la BMCE à raison de 6,1 milliards, 4,2 milliards et 2,9 milliards de dirhams respectivement.

Parallèlement, les BSF, dont le volume des émissions s'est élevé à 6,1 milliards de dirhams, ont marqué une hausse de 4,9 milliards de dirhams après seulement 721 millions de dirhams un an auparavant. Les émissions des BSF, souscrites à hauteur de 70% par les établissements de crédit et la CDG, concernent principalement les titres de EQDOM (31%), de WAFASALAF (28%) et de MAGHREBAIL (16%). Enfin, le volume des émissions des Billet de Trésorerie s'est élevé à 3,5 milliards de dirhams au lieu de 7,7 milliards au cours de la même période de l'année précédente. Emis par MAGHREB STEEL (1,8 milliard de dirhams), SNI (1,3 milliard de dirhams), NEXANS MAROC (250 millions de dirhams) et DISTRISOFT (235 millions de dirhams), ces billets sont essentiellement souscrits par les OPCVM à hauteur de 81% et par les établissements de crédits et la CDG pour le reste.

**Figure 7 : Volume des émissions des TCN à fin septembre entre 2006 et 2009 (en millions de dhs)**

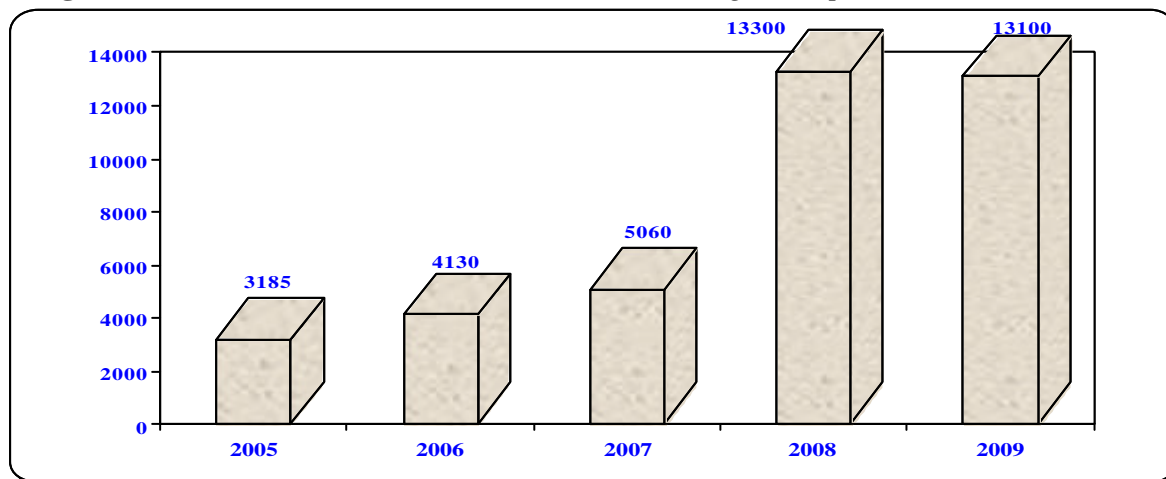


Source : Bank Al-Maghrib

#### 4.2. Performances soutenues des émissions d'obligations privées

En 2009, les émissions d'obligations privées ont relativement préservé leur niveau de l'année précédente, atteignant 11,2 milliards contre 10,3 milliards de dirhams. Au total, l'année 2009 a connu 16 émissions d'obligations privées dont le spread moyen à l'émission, toutes maturités confondues, a enregistré une hausse de 79 pbs à 88 pbs.

**Figure 8 : Evolution du volume des émissions des obligations privées (en millions de dhs)**



Source: Bank Al-Maghrib, CFG, CDG et CDVM

Le développement du marché obligataire en 2009 est attribuable en grande partie aux émissions des banques qui se sont accaparées plus de 49% de l'ensemble des émissions grâce, en partie, à l'arrivée de la BCP en tant que nouvel émetteur. Attijari Wafabank a réalisé, à elle seule, quatre emprunts obligataires d'un montant global de 2 milliards de dirhams, suivie de la SGMB avec un montant de 1,9 milliard de dirhams puis de la BCP et de la BMCE avec 1 et 1,5 milliard de dirhams respectivement. La SNI et Addoha ont également procédé à l'émission d'une valeur de 1,5 milliard de dirhams chacune pour une durée de 10 ans et au taux de 5,10% et 4,20% respectivement.

Dans le même sillage, la société des autoroutes du Maroc a procédé à l'émission de trois emprunts d'une valeur globale de 3,4 milliards de dirhams. Outre ces opérations, l'année 2009 a enregistré l'arrivée de deux autres nouveaux émetteurs : CMT et Distra pour des volumes respectifs de 250 et 50 millions de dirhams. Notons que les émissions obligataires d'Addoha et Distra ont été réalisées sous forme de placement privé.

## **Conclusion**

Sur la base des tendances constatées, l'activité sur le marché monétaire et obligataire en 2009 s'est caractérisée par des évolutions demeurant généralement positives et ce, malgré la crise financière et économique internationale. L'impact de celle-ci s'est manifesté plus particulièrement au niveau des secteurs orientés à l'exportation et des recettes au titre des investissements et prêts privés étrangers. Par ailleurs, les transferts des MRE et les recettes voyages ont enregistré un ralentissement de leur contraction pour se situer au terme de l'année 2009 à -5,3% et -5% respectivement au lieu de -14% et -18% respectivement en moyenne au cours du premier semestre 2009.

Cette situation a, néanmoins, permis de soutenir l'activité sur le marché de la dette privée qui représente une alternative pour les banques pour combler leur besoin de financement. Parallèlement, sur le marché obligataire, les levées du Trésor se sont inscrites en forte progression par rapport à 2008 en relation avec le besoin grandissant de financement de l'Etat et le rythme baissier des taux courts. Le compartiment secondaire a également enregistré une hausse notable des transactions fermes en lien avec l'intégration, dans ce genre d'opérations, des transactions qui s'opéraient hors marché.

Concernant l'inflation, elle s'est inscrite en fort recul pour s'établir à 1% suite à l'effondrement des prix des matières premières et énergétiques au niveau international et ce, malgré une demande soutenue.

## **Direction des Etudes et des Prévisions Financières**

---

Boulevard Mohamed V. Quartier Administratif, Rabat-Maroc  
<http://www.finances.gov.ma/depf/depf.htm>  
Téléphone : (00212) 537.67.75.01../08 – Fax : (00212) 537.67.75.33  
e-mail : [depf@depf.finances.gov.ma](mailto:depf@depf.finances.gov.ma)