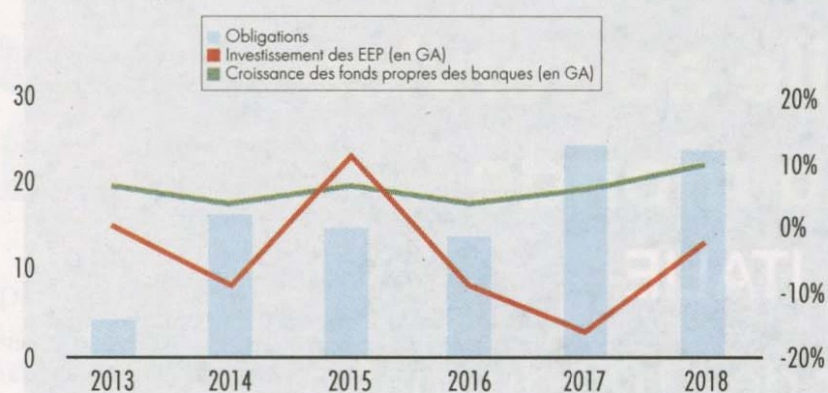
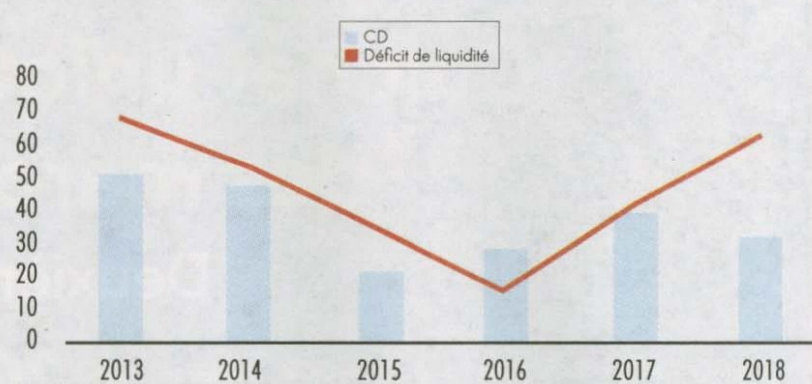


Emissions des obligations, investissements des EEP et croissance des fonds propres des banques
(en MMDH) et croissance des fonds propres des banques
(en % en GA)



Emissions des CD et déficit de liquidité (en MMDH)



SOURCE : CDG CAPITAL

Financement. La dette privée peine à se diversifier

Malgré le relatif dynamisme du marché, le nombre d'émetteurs, de titres de créances comme d'obligations, reste limité avec de faibles perspectives de développement.

Abdessamad Naimi
a.naimi@leseco.ma

Considéré comme un pilier du système financier national, le marché de la dette privée a connu une évolution particulière durant la période 2013-2018, tirée principalement par les émissions des banques et des entreprises et établissements publics (EEP), selon l'analyse publiée par CDG Capital. Celle-ci fait ressortir deux périodes avec des dynamiques opposées: celle de 2013-2015, marquée par un fort recours du Trésor au marché des capitaux, engendrant une correction à la hausse de la courbe des taux (particulièrement sur les segments sollicités par les intervenants du marché de la dette privée), et celle de 2016-2018. Cette dernière se caractérise, d'une part, par un affaiblissement des besoins du Trésor et une régression des niveaux de taux et, de l'autre, par un accroissement des besoins de financement des banques, en liquidité et fonds propres, et de ceux des EEP engagés dans des programmes d'investissement pluriannuels. La première remarque des analystes

de CDG Capital est que le nombre d'émetteurs sur les deux compartiments, en l'occurrence obligataire et de titres de créances négociables (TCN), reste limité avec de faibles perspectives de développement. Ainsi, le taux de présence, qui représente le nombre d'émetteurs par année sur le potentiel historique, a connu une évolution quasi-similaire avec un affaiblissement au cours de la période 2014-2016 suivi d'une accélération sur la période 2017-2018. Sur un nombre potentiel historique d'émetteurs de 66 sur le marché obligataire, composé de 24 établissements de crédit et organismes assimilés,

36 entreprises privées et 6 entreprises publiques, le taux moyen de présence sur la période 2013-2018 a été de 27%, couvrant des taux respectifs par type d'émetteurs de 40%, 43% et 17%. Parallèlement, sur le marché des titres de créances négociables, le taux moyen s'est établi à 66% sur un total de 36 émetteurs potentiels, dont 12 banques, 10 sociétés de financement et 14 entreprises privées avec des taux de présence quasi-similaires. Sur la période d'analyse 2013-2018, les levées brutes sur le marché de la dette privée ont avoisiné les 67 MMDH, avec 50 MMDH sur le compartiment des titres et seulement 17

MMDH sur celui des obligations. Ce différentiel s'explique par le taux de rotation en liaison avec les délais des titres réduits en vertu de la réglementation et des finalités de financement. Cependant, des cycles différenciés s'affichent pour les deux compartiments (TCN et emprunts obligataires) avec une évolution globalement ascendante pour les obligations contre des variations cycliques pour les TCN, marquées par un recul des émissions au cours des années 2015 et 2016, passant à une moyenne de 39 contre 63 MMDH les deux années antérieures, et ce avant de reprendre en 2017 et 2018 avec des émissions respectives globales de 52 et 40 MMDH. Cette évolution cyclique des titres de créances s'explique, d'une part, par l'importance des tombées,

Dynamisme de l'emprunt obligataire

L'encours des obligations privées a progressé de 36% sur la période 2013-2018, passant à 124 MMDH. Cette tendance résulte d'un accroissement de l'encours des établissements de crédit de 83%, passant à 56,4 MMDH en 2018 contre 30,8 MMDH enregistrés à fin 2013, et de celui des entreprises et établissements publics de 76% à 43,2 MMDH. Cependant, l'encours des entreprises privées non financières a reculé de 21% à 34,6 MMDH. Le fort recours des établissements de crédit au financement obligataire, particulièrement en obligations subordonnées, s'explique par les exigences de renforcement des fonds propres instaurées par Bank Al-Maghrib dans le cadre de la transition vers les nouvelles normes de solvabilité de Bâle III, entamée en 2014 et dont l'échéance finale d'exécution a été fixée à fin 2018. Parallèlement, les EEP se sont engagés dans des programmes d'investissement pluriannuels, avec une moyenne annuelle de 70 MMDH enregistrée sur la période 2013-2018. Enfin, le recul des encours de certaines entreprises privées s'explique par le ralentissement de certains secteurs, notamment l'immobilier et activités connexes ainsi que les mines.

et d'autre part par le comportement du déficit de liquidité bancaire qui conditionne le recours des banques aux émissions de certificats de dépôt. En effet, les émissions bancaires sur le marché des TCN représentent en moyenne 73% du total, constituant ainsi la locomotive de cette classe d'actifs. Ainsi, l'atténuation du déficit de la liquidité au cours des années 2015-2016, passant à -15 MMDH en 2016 contre -67 MMDH en 2013, explique l'affaiblissement des émissions de certificats de dépôt au cours de la période 2015-2016. De même, l'accentuation du déficit de liquidité au cours des deux dernières années a intensifié le recours des banques au marché des TCN. Par catégorie d'entreprises, les émissions des entreprises financières et organismes assimilés demeurent prédominantes avec une moyenne de 75%, notamment les banques avec une

Emissions des BT (en MMDH) et croissance des crédits de trésorerie (% en GA)



SOURCE : CDG CAPITAL

moyenne des émissions, toutes catégories de titres confondues, avoisinant les 66% du total des émissions. Quant au poids des émissions de la dette privée dans la sphère financière, notamment par rapport aux levées du Trésor et aux flux des crédits bancaires destinés aux entreprises, deux phases caractérisent le compor-

tement des différents agrégats, en l'occurrence la période 2013-2015 marquée par l'importance des besoins du Trésor associée à un recul aussi bien des levées nettes de la dette privée et de la distribution des crédits aux entreprises, suivie de la période 2016-2018 caractérisée par un renversement de ses tendances

avec un ralentissement des levées du Trésor, favorisant ainsi une relance atténuée des crédits et du marché de la dette privée. Les levées nettes négatives enregistrées au cours de la période 2013-2015 s'expliquent par un effet d'éviction en liaison avec le rétrécissement des conditions de financement et la hausse de la courbe des taux, représentant ainsi les taux de base de la dette privée et les volumes importants levés en bons du Trésor, limitant de ce fait l'appétit des opérateurs pour la dette privée. Cette situation a connu des changements importants au cours des trois dernières années comme l'illustre le comportement du ratio des levées nettes de la dette privée sur celles du Trésor public. Celui-ci est passé de -42% sur la période 2013-2015, reflétant un désendettement du secteur privé, à 67% au cours des trois dernières années. ●