

CONJONCTURE

Mars 2017 : n° 3

«Savoir est peu de chose, l'essentiel est de savoir tirer parti de ce que l'on sait.»

Montaigne

Créances douteuses italiennes : un état des lieux

Les créances douteuses sont inhérentes à l'activité de financement des banques. Leur évolution au cours du cycle économique ne présente pas un caractère préoccupant dès lors qu'elles demeurent dans des proportions raisonnables. En Italie, à l'issue de deux années de récession (2012 et 2013), d'une année blanche (2014) et de deux années de croissance inférieure à 1% (2015 et 2016), elles atteignent un niveau de nature à obturer le canal du crédit bancaire. Or, les expériences étrangères montrent qu'un traitement efficace des créances douteuses est indispensable à la réactivation de ce dernier.

p. 3

Par Thomas Humblot

Maroc : en quête d'une nouvelle impulsion

L'économie marocaine dispose de bases solides. Les déséquilibres sont contenus, les infrastructures de bonne qualité, et le système bancaire est sophistiqué et résilient. De plus, le royaume est en train de capitaliser sur son potentiel de hub manufacturier. Le secteur automobile est désormais la première source d'exportations et de nombreux projets sont en cours de développement. Cependant, la croissance modérée depuis 2013 rappelle que des obstacles structurels doivent encore être surmontés.

p. 17

Par Stéphane Alby



DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Créances douteuses italiennes : un état des lieux

Thomas Humblot

Les créances douteuses sont inhérentes à l'activité de financement des banques. Leur évolution au cours du cycle économique ne présente pas un caractère préoccupant dès lors qu'elles demeurent dans des proportions raisonnables. En Italie, à l'issue de deux années de récession (2012 et 2013), d'une année blanche (2014) et de deux années de croissance inférieure à 1% (2015 et 2016), elles atteignent un niveau de nature à obturer le canal du crédit bancaire. Or, les expériences étrangères montrent qu'un traitement efficace des créances douteuses est indispensable à la réactivation de ce dernier.

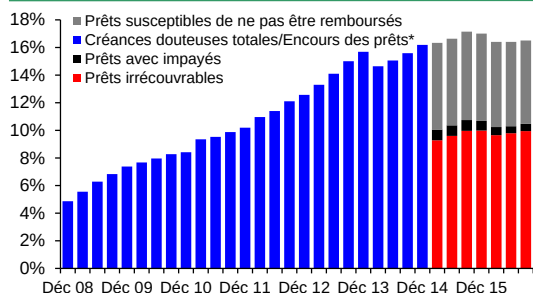
Les banques italiennes concentraient en 2016 un tiers de l'encours des créances douteuses¹ (329 milliards d'euros au 30 septembre²) de l'ensemble des banques de la zone euro (1 062 milliards d'euros au deuxième trimestre 2016, EBA, 2016), alors que les actifs bancaires italiens ne représentaient que 13% de ceux de l'ensemble de la zone euro. La part des *Non-performing loans* (NPL) dans l'encours des prêts bruts à la clientèle des banques italiennes a progressé de 80% depuis 2011 pour culminer à 17,2% au 30 septembre 2015³ (cf. graphique 1). La part des créances douteuses a reflué par la suite pour s'établir à 16,4% de l'encours total des prêts au 30 juin 2016, à la faveur d'une hausse de ce dernier et d'une baisse du niveau absolu des créances douteuses. La contraction de l'encours total des prêts au troisième trimestre 2016 a interrompu cette dynamique vertueuse. Les créances douteuses ont pourtant poursuivi leur recul (-0,5% en variation trimestrielle et -4,5% en glissement annuel). Cette évolution doit être néanmoins relativisée par la hausse des prêts irrécouvrables (la partie déliquescence du portefeuille) aux deuxième et troisième trimestres 2016 (respectivement +0,6% et +0,5% en variation trimestrielle mais -1% en glissement annuel). A ce jour, l'Italie présente le ratio de créances douteuses le plus élevé des principaux pays développés (il s'établit, par exemple, à 9% en Espagne et 4,5% en France selon l'OCDE, au troisième trimestre 2016).

Depuis 2010/2011, la rentabilité financière des banques italiennes pâtit de l'alourdissement du coût du risque. Ainsi, en juin 2016, leur rentabilité financière (*Return on Equity* - RoE) s'établissait, en moyenne pondérée, à 2,2% contre 5,7% pour l'ensemble des banques de l'Union européenne (EBA, 2016).

Même si la gestion des créances douteuses (par le biais d'effacements, de cessions, etc.) pèse et continuera de peser sur la rentabilité des banques à court terme, les efforts de nettoyage des bilans bancaires sont éminemment nécessaires. Aussi, des plans de cession de créances douteuses et/ou de recapitalisation ont été mis en place par les banques tandis que le gouvernement italien s'est attaché à favoriser le nettoyage des bilans par des réformes touchant notamment au droit des faillites et à la fiscalité.

La dégradation de la conjoncture apparaît à la fois comme une cause et une conséquence de l'accumulation des créances douteuses en Italie.

Ventilation des créances douteuses bancaires par catégorie (en part de l'encours des prêts bancaires)



Graphique 1 Sources : Banque d'Italie, calculs BNP Paribas

* : à partir de mars 2014, la Cassa depositi e prestiti est incluse. Les définitions de l'encours des prêts des banques et des créances douteuses ont changé en mars 2015, les données antérieures sont rétropolées.



Encadré

Définition des créances douteuses

Depuis mars 2015, la Banque d'Italie applique les règlements de la Commission européenne relatifs à la définition des créances douteuses. Ces dernières sont désormais classées en trois catégories :

- Les prêts irrécouvrables (*sofferenze* ou *bad debts*) : exposition à tout emprunteur en situation d'insolvabilité (pas nécessairement reconnue par une décision de justice) ou dans une situation sensiblement équivalente, indépendamment de l'évaluation du montant de la perte qui est faite par la banque.
- Les prêts susceptibles de ne pas être remboursés (*inadempienza probabili* ou *unlikely to pay*) : exposition à tout emprunteur que la banque juge dans l'incapacité de rembourser intégralement le principal et/ou la charge d'intérêt sans avoir recours à des actions telles que la réalisation des garanties et ce, indépendamment de la présence d'impayés.
- Les prêts avec impayés (*esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate* ou *non-performing past due loans/exposures*) : toute exposition inscrite au bilan présentant des impayés ou des découverts non autorisés à la date de clôture du bilan. Elle ne doit pas être classée dans les autres catégories.

Les résultats de l'estimation empirique que nous avons menée suggèrent que les créances douteuses pèsent sur la croissance du crédit bancaire. La nécessité d'accélérer le nettoyage du bilan des banques a motivé plusieurs initiatives. Ces dernières relèvent de solutions éprouvées dans divers pays ayant connu des crises de créances douteuses.

La croissance faible comme cause et conséquence des créances douteuses

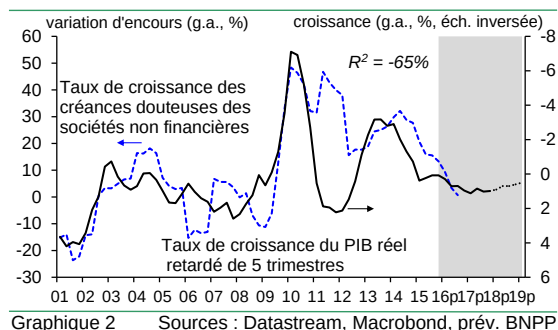
Les créances douteuses ne sont pas uniquement la conséquence d'une conjoncture dégradée. Au-delà d'un certain seuil, elles freinent les évolutions du crédit bancaire en contraignant l'offre et la demande. Ce

phénomène est associé à un tassement de la croissance (cf. graphique 2). La moindre disponibilité du crédit bancaire italien est d'autant plus dommageable qu'elle affecte prioritairement les TPE/PME qui contribuent traditionnellement aux deux tiers de la création de valeur ajoutée en Italie.

La solvabilité des emprunteurs fragilisée

La croissance italienne est en retrait de celle de ses partenaires européens et ce retard devrait perdurer. En effet, la croissance anticipée pour 2017 en Italie est inférieure de 1 point de pourcentage à celle de l'ensemble des pays de la zone euro (respectivement +0,6% contre +1,6%⁴). En outre, les finances publiques italiennes demeurent parmi les plus détériorées de la zone. La dette publique brute est à un niveau historiquement élevé, sans amorce de baisse (elle représente environ 133% du PIB en 2016 contre 89%, en moyenne, pour l'ensemble des pays de la zone euro). Le taux de chômage s'est récemment orienté à la baisse (-0,3 point de pourcentage en 2016, à 11,6% contre 10% dans l'ensemble de la zone euro) et son retour sous la barre des 10% à l'horizon de 2020 paraît à portée d'après le Fonds Monétaire International (*World Economic Outlook Update*, juillet 2016). Ce début de retournement fait suite à une hausse quasi-ininterrompue depuis février 2011 et un point haut à 13,1% en novembre 2014⁵.

Croissance et créances douteuses en Italie



Sources : Datastream, Macrobond, prév. BNPP

La reprise italienne repose sur des bases fragiles car la situation des entreprises domestiques s'est détériorée au cours des années de crise. Ainsi, l'indice de production manufacturière a lourdement chuté de 122



début 2008 à 90 début 2009. Après avoir connu un rebond jusqu'à 103 début 2011, il peine à se redresser (proche de 95 depuis début 2012)⁶. Le corolaire de cette dégradation de l'activité des entreprises est une augmentation de leur taux de défaillance, passé de 5,5% en moyenne en 2007 à 8% au deuxième trimestre 2013 (CRIF Rating Agency, 2015). Depuis, la baisse semble amorcée mais le taux de défaillance des entreprises italiennes reste au-dessus de 4,5% contre 1,7% en France en 2015, par exemple (Deloitte, 2016). La dégradation de la qualité du bilan des banques italiennes fait largement écho à celle de la situation des entreprises. La relation entre créances douteuses et croissance pourrait toutefois être modifiée par la mise en place des réformes du droit des faillites et de la fiscalité.

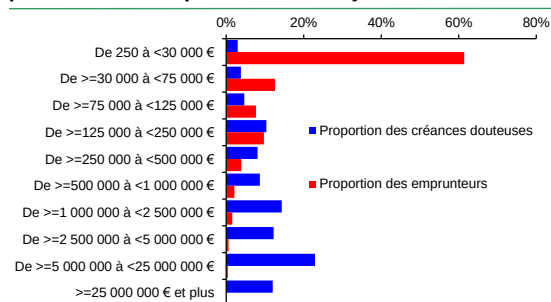
La nécessaire restauration du financement bancaire des TPE/PME

La dégradation de la situation des TPE/PME a conduit à une forte augmentation des créances douteuses. Au 31 juillet 2016, les sociétés non financières (SNF) concentraient 73% de l'encours total des créances douteuses du secteur privé non financier (SPNF), contre 66% au 31 décembre 2010. Aux mêmes dates, les SNF représentaient, respectivement, 56% et 59% de l'encours des prêts bancaires accordés au SPNF. L'EBA (2016) estime que les créances douteuses représentaient 30% de l'encours des prêts aux TPE/PME, 21% de celui aux grandes entreprises et 13% de celui aux ménages. En outre, 82% du nombre total de créances douteuses (tous emprunteurs confondus) présentaient un montant inférieur à 125 000 euros au 30 juin 2016. Ces créances de faible montant ne représentaient néanmoins que 11% de l'encours total des créances douteuses (cf. graphique 3). Ainsi, l'essentiel de ces dernières concernait de petits emprunteurs, pour de petits montants et ne représentait qu'une faible part de l'encours total.

Si les TPE/PME italiennes sont surreprésentées parmi les emprunteurs en défaut (davantage en nombre qu'en encours), elles sont tributaires des conséquences que cette situation induit sur le crédit bancaire. En effet, elles ne disposent pas de sources de financement

alternatives à un coût économiquement viable (Garrido et Al., 2016) du fait notamment du coût fixe très conséquent d'une levée de dette sur le marché. Aussi, le seul marché obligataire régulé national, le MOT (*Mercato telematico delle obbligazioni*), n'admet les émissions initiales de titres qu'à partir de 15 millions d'euros. Ce montant est sensiblement plus élevé que dans d'autres pays européens⁷ et bien supérieur au montant unitaire moyen des emprunts bancaires des TPE/PME italiennes, lequel se situait, en moyenne, sous le seuil de 100 000 euros en 2016 (Barometro CRIF).

Répartition des créances douteuses par montant et par nombre d'emprunteurs au 30 juin 2016



Graphique 3

Source : Banque d'Italie

Or, le financement des TPE/PME constitue un enjeu de taille en Italie. La croissance y repose essentiellement sur la demande interne et l'état de santé de ces entreprises joue un rôle déterminant dans l'intensification de la reprise. En effet, ces dernières représentent 99,9% des entreprises nationales (dont 95% de microentreprises), emploient 79,6% de la main d'œuvre et créent 67,3% de la valeur ajoutée nationale. Dès lors, la mesure de l'impact des créances douteuses sur le crédit bancaire italien présente un intérêt.

Les créances douteuses réduisent significativement le crédit bancaire

L'impact négatif des créances douteuses sur le crédit bancaire fait l'objet d'un consensus théorique (Aiyar et Al., 2015 ; Jassaud et Kang, 2016). Nous proposons, dans cet article, de l'évaluer empiriquement.

La variable expliquée est le taux de croissance de l'encours des prêts bruts de vingt-deux banques italiennes⁸ qui représentaient 42% du secteur bancaire national en termes d'actifs en 2015⁹. La période d'observation s'étend du troisième trimestre 2008 au premier trimestre 2016 inclus et les données sont biannuelles (T1 et T3), soit quinze périodes. Nous évaluons l'effet de l'encours des créances douteuses de chaque banque sur la croissance de leur encours de crédit brut¹⁰. Le signe attendu est négatif, preuve qu'une augmentation des créances douteuses conduit à une réduction de la croissance des prêts bancaires.

Des variables de contrôle¹¹ propres à chaque banque sont introduites : la rentabilité financière/*Return on Equity* (Beck et Al., 2009 ; Capinelli et Al., 2016), le coefficient d'exploitation qui rapporte les frais généraux au produit net bancaire, la marge d'intérêt qui reflète l'environnement de taux et le contexte concurrentiel de la banque. Des variables de contrôle macroéconomiques sont également ajoutées : l'indice de confiance du secteur manufacturier¹², l'écart de rendement entre les obligations souveraines à dix ans italiennes et allemandes qui rend compte de la perception de l'état des finances publiques et, dans une certaine mesure, de l'aversion au risque¹³ (Jeanneau et Micu, 2002 ; Ferrucci et Al., 2004). Enfin, l'indice des prix à la consommation harmonisé donne une idée de l'environnement macroéconomique auquel est soumis le pays¹⁴ (Broto et Al., 2011). Théoriquement, une inflation plus soutenue accompagne une croissance plus dynamique du crédit. Toutefois, au cours de la période récente l'inflation est essentiellement tirée par le prix des matières premières importées (pétrole inclus) et tend à peser sur la demande de crédit. Le signe attendu est donc indéterminé¹⁵.

À la suite des tests de spécification usuels, un modèle de Moindres Carrés Ordinaires « sur données regroupées » (*Pooled OLS*) incluant des variables muettes temporelles est retenu avec la spécification suivante¹⁶ :

$$y_{-}(i,t) = \alpha + \beta' x_{-}(i,t) + \epsilon_{-}(i,t)$$

Le tableau 1 présente les résultats de notre modèle et les résultats de spécifications alternatives utilisées comme tests de robustesse (*Pooled OLS* sans variables muettes, MCO avec et sans variables muettes).

Comme envisagé, nos résultats suggèrent un effet significativement négatif des créances douteuses sur les prêts bancaires¹⁸. Ces actifs détériorés pèseraient donc sur l'offre et/ou réduiraient la demande de crédit. Plus précisément, une augmentation de 1 point de pourcentage (p.p.) des créances douteuses conduirait à une réduction de 1,03 p.p. du taux de croissance de l'encours des prêts bancaires. En d'autres termes, une augmentation de 10% des créances douteuses abaisserait le taux de croissance du crédit bancaire de 9% ($([1,1]^{\wedge}\beta = [1,1]^{\wedge}(-1,0344) = 0,91)$).

Afin d'appréhender l'effet des créances douteuses sur le crédit bancaire italien dans sa totalité, les résultats obtenus pour l'échantillon représentatif de vingt-deux banques sont étendus à l'ensemble du système bancaire national. Ainsi, la variation annuelle de l'encours des prêts bancaires en Italie passerait de -1,02% à -1,11%¹⁹ pour 1 p.p. supplémentaire de créances douteuses. Cela se traduirait par une baisse additionnelle de l'encours des crédits bancaires de 1,9 milliard d'euros, soit 0,1% de l'encours total. Au demeurant, et sous réserve de la spécification retenue, la baisse du coefficient d'exploitation, l'augmentation de la marge d'intermédiation et une inflation plus soutenue renforceraient la croissance du crédit bancaire. En revanche, la rentabilité de la banque, l'aversion au risque ou la conjoncture du secteur manufacturier n'affecteraient pas la croissance du crédit bancaire.

Au regard de ces éléments, réduire les créances douteuses permettrait de relâcher la contrainte qu'elles exercent sur le financement bancaire, notamment celui des TPE/PME, ce qui contribuerait à lever un frein à la reprise.

Des banques dans une situation contrastée

Les grandes banques italiennes font figure de banques de taille moyenne à l'échelle de la zone euro. Seules Unicredit et Intesa Sanpaolo affichent des bilans supérieurs à 600 milliards d'euros. La troisième banque commerciale, Banco BPM, issue de la fusion de Banco Popolare et de Banca Popolare di Milano le 1^{er} janvier 2017, ne détenait que 173 milliards d'actifs au 30 septembre 2016. À l'exception notable d'Unicredit (32%



Effet des créances douteuses sur la croissance du crédit bancaire

Variable	Signe attendu	Pooled OLS avec dummies	Pooled OLS sans dummies	OLS avec dummies	OLS sans dummies
Créances douteuses	-	-1,0344*** (0,2837)	-1,0187*** (0,3372)	-1,0578*** (0,2834)	-0,9892*** (0,3105)
Rentabilité	+	-0,0107 (0,1052)	0,1267 (0,1174)	-0,0219 (0,1104)	0,1098 (0,1183)
Coefficient d'exploitation	-	-7,6755***C7 (2,5525)	-0,447 (2,7519)	-7,6251*** (2,5811)	-1,1568 (2,6173)
Environnement de taux	+	3,3734* (2,0364)	6,482*** (2,2739)	3,6215* (2,0581)	6,4043*** (2,162)
Conjoncture de l'industrie	+	-9,27 (49,6472)	-7,4884 (9,5337)	-8,3186 (52,997)	-8,5254 (9,7601)
Aversion au risque	-	0,1923 (4,9870)	-0,0586 (1,1563)	0,2374 (5,3242)	-0,1683 (1,1904)
Inflation	+/-	1600** (635,3555)	-100 (111,158)	1600* (675,6021)	-100 (114,7984)
Constante		-11000*** (4200,0000)	769,7789 (725,6299)	-11000*** (4500)	779,4054 (748,9781)
R2				0,3653	0,1634
Chi2		100,955	32,31		

Les variables sont logarisées¹⁷. ***, ** et * représentent les seuils de significativité à respectivement 1,5 et 10%. L'écart type apparaît entre parenthèses.

Tableau 1

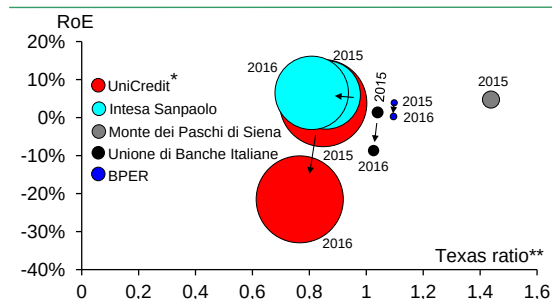
Source : BNP Paribas

des actifs en Italie), leurs portefeuilles apparaissent relativement concentrés dans leur pays d'origine, ce qui les expose naturellement à la conjoncture italienne.

Le problème des créances douteuses et leurs effets sur la rentabilité et la solvabilité concernent l'ensemble du système bancaire italien mais à des degrés très divers selon les banques (cf. graphique 4). En effet, parmi les cinq grandes banques italiennes, seule Intesa Sanpaolo dégage une rentabilité supérieure à 0,5% en 2016 (avec un RoE de 6,5%). A l'inverse, les résultats de Monte dei Paschi di Siena (MPS), d'UniCredit et d'Unione di Banche Italiane (UBI), se sont nettement détériorés mais restent ponctuels et exceptionnels dans leur ampleur (RoE de -35%, -22% et -9% respectivement). Les résultats d'UniCredit ont particulièrement souffert du nettoyage accéléré de son bilan. L'encours de ses créances douteuses (dans son acception large) est ainsi passé de 50 milliards d'euros en 2015 à 32 milliards en 2016, ce qui représente 164% de son résultat net de -11 milliards d'euros. A l'inverse, l'encours des créances douteuses progresse pour MPS et UBI. Dans ce contexte, les ratios de solvabilité ont également connu des évolutions disparates : le ratio de CET 1 de BPER a progressé de

11% à 14% entre 2015 et 2016. Dans le même temps, il a reculé de 12 à 8% pour MPS, de 11 à 8% pour UniCredit (avant l'augmentation de capital de février 2017) et de 12 à 11% pour UBI. Au vu de ces écarts, la capacité des banques à absorber le coût d'un éventuel effacement ou d'une cession avec décote des créances douteuses sera très inégale.

Des banques aux situations diverses



Graphique 4

Source : SNL

* : Diamètre des cercles proportionnel au total des actifs ; ** : Texas ratio = Créances douteuses/(Fonds propres + Provisions)



La nécessaire restauration de la qualité du bilan des banques italiennes

La faiblesse de la reprise ne permet pas de restaurer la qualité des bilans bancaires italiens et nécessite la mise en œuvre de mesures accélérant le traitement des créances douteuses. Afin d'apporter une réponse adaptée, le gouvernement italien s'est inspiré de solutions à l'efficacité éprouvée à l'étranger par le passé. Ces dernières consistent, entre autres, à accélérer les procédures collectives ou à réformer la fiscalité.

L'accélération des procédures collectives

Au regard des expériences étrangères, la réduction du temps nécessaire au traitement des entreprises en difficulté augmente le taux de recouvrement pour le créancier. La rationalisation des procédures liées aux situations de défaillances d'entreprises²⁰ et le recours à des procédures extrajudiciaires répondent à cet objectif.

L'instauration de procédures collectives préétablies (*prepack*²¹) réduit le délai d'obtention et d'exécution d'une décision de justice. Dans une acception très générale, ce type de dispositif laisse prêteurs et emprunteurs parvenir à un accord de restructuration de dette ou de cession d'actifs en amont de l'intervention du juge. Ce dernier valide le compromis trouvé dans le cadre d'une procédure collective simplifiée. Ces procédures préétablies sont plus lisibles pour les créanciers et offrent un taux de recouvrement supérieur aux procédures traditionnelles *ad hoc* (Ciavioliello et Al., 2016).

Les procédures dites « extrajudiciaires », telles que la médiation et l'arbitrage, s'avèrent plus rapides et moins coûteuses que l'intervention du juge (Aiyar et Al., 2015). Elles se sont révélées efficaces lors de leur mise en place en Corée, en Indonésie, en Malaisie et en Thaïlande suite à la crise du sud-est asiatique à la fin des années 1990. Dans cet esprit, les gouvernements islandais (2010)²², letton (2009)²³, roumain (2010) et portugais (2012)²⁴ ont publié des recommandations relatives aux modalités d'application des procédures extrajudiciaires. L'objectif était de renforcer l'efficacité de ces procédures, ce qui permit au taux de

recouvrement final des créances douteuses de progresser, en moyenne, de 5,3 p.p. entre 2007 et 2012 dans ces quatre pays²⁵.

La durée excessive des procédures collectives ayant contribué à l'accumulation des créances douteuses en Italie, le gouvernement de Matteo Renzi s'est attelé à réformer le droit des faillites. Ce dernier y est en effet complexe, long et donc coûteux (Garrido, 2016 ; Garrido et Al., 2016 ; Jobst et Weber, 2016 ; Pascuzzi et Al., 2016). Le ministère de la justice italien estime la durée moyenne des procédures de faillite à 7,5 ans, soit bien davantage que dans la plupart des autres pays européens. En conséquence, le coût du recouvrement des créances douteuses est très supérieur en Italie à celui observé en Allemagne, en France, en Grèce et au Portugal (respectivement 23% du montant de la créance contre 16% en moyenne dans ces quatre pays).

Au regard de ces éléments, la loi No. 119/2016 du 30 juin 2016 étend le « *Marcian Pact* » aux créances d'entreprises garanties par des actifs immobiliers. Désormais, si le contrat le prévoit et à hauteur du montant à recouvrer, le transfert au créancier de la propriété du bien en garantie est possible sans décision de justice préalable. Un registre numérique des procédures en cours est également créé afin de rendre le marché des créances douteuses plus transparent. Enfin, les règles relatives à l'exécution des décisions de justices sont amendées (utilisation d'outils numériques, réduction du prix minimum de vente d'une sûreté, simplification du transfert de la propriété d'un actif entre entreprises et créanciers, etc.).

Dans le même esprit, la loi No. 132/2015 du 20 août 2015 réforme les règles relatives aux administrateurs et aux liquidateurs judiciaires et précise leur mandat. Ainsi, les plans de liquidation doivent être soumis dans un délai de 180 jours et exécutés dans un délai de deux ans. La réalisation des sûretés est accélérée en abaissant le prix minimum de vente et en imposant une durée maximale au processus de vente.

La loi précitée de 2016 favorise également le financement des entreprises, dont celles en difficulté, en élargissant la gamme des sûretés éligibles. L'utilisation de sûretés réelles sans dépossession est désormais autorisée. Elles permettent à l'emprunteur de conserver



la maîtrise de la chose grevée. En outre, la sûreté peut être réalisée sans passer devant un tribunal et faire l'objet d'un crédit-bail dont les remboursements viennent en déduction de la créance ou encore être saisie par le créancier (si la valeur de l'actif saisi dépasse le montant garanti, le créancier doit rembourser la différence à l'entreprise).

Globalement, ces nouvelles lois rationalisent, simplifient et accélèrent le droit des faillites et l'exécution des décisions de justice. Elles apportent une réponse à l'un des problèmes à l'origine de l'accumulation des créances douteuses en Italie. En outre, la valeur liquidative des créances douteuses s'en trouve augmentée et leur cession facilitée. Tous ces changements étaient nécessaires et rendent les procédures actuelles plus rapides et efficaces.

Le redressement des entreprises est simplifié

Faciliter le redressement judiciaire ou la sauvegarde des entreprises en difficulté accroît également le taux de recouvrement des créances douteuses. Pour ce faire, identifier les entreprises viables au moyen de critères de différenciation objectifs est un préalable indispensable. Cela présente le double avantage de réduire le coût de la gestion des créances douteuses et de favoriser les conditions d'une poursuite de l'activité²⁶.

En 1994, le gouvernement suédois imposa aux banques l'utilisation d'indicateurs avancés tels que le ratio d'endettement ou le ratio de couverture des intérêts des entreprises (qui mesure leur capacité à faire face à leur charge d'intérêt). L'objectif était de distinguer efficacement les entreprises pouvant être redressées de celles devant être liquidées. Ce principe fut repris en 2008 par les banques commerciales islandaises qui établirent ensemble des critères communs d'identification des entreprises viables. En 2013, plus de 80% des demandes de restructuration de dette d'entreprises avaient ainsi été traitées.

A ce jour, le gouvernement italien n'a pas poussé les banques à mettre en place des critères d'identification des entreprises viables mais le redressement des entreprises en difficulté est facilité par la loi No. 132/2015. En effet, la capacité de

certains créanciers à bloquer le processus de restructuration de dette extrajudiciaire est réduite (« *holdout problem* »). De plus, le « *concordato preventivo* » permet désormais aux créanciers de présenter un plan de restructuration différent de celui des entreprises. Des repreneurs extérieurs sont également invités à présenter un plan alternatif à celui de l'entreprise²⁷. Au-delà d'une augmentation du montant recouvré par le créancier, ces nouvelles procédures visent à préserver l'emploi.

La création de sociétés de gestion d'actifs spécialisées

Parfois, les banques vont préférer céder leurs créances douteuses plutôt que de mettre en place des procédures de recouvrement de dette. L'assainissement des bilans bancaires est accéléré au prix de pertes supérieures. Les structures de cantonnement, communément appelées « *bad banks* », qui désignent une catégorie particulière de sociétés de gestion d'actifs spécialisées (*Asset Management Companies*) aident à stabiliser le secteur bancaire (Medina Cas et Peresa, 2016) en « séparant le bon grain de l'ivraie ». Ces organismes publics et/ou privés achètent des créances douteuses aux banques en leur appliquant une décote (*haircut*), puis les valorisent au travers d'un plan de recouvrement de créances et/ou les revendent au marché, parfois après les avoir titrisées.

Suite à l'éclatement de la bulle financière en 1991, le gouvernement japonais a créé un organisme public (*Resolution and Collection Corporation* – RCC) chargé de racheter les créances douteuses que les banques n'avaient pas réussi à restructurer ou à vendre sur le marché. Le RCC a acquis entre 1999 et 2002 pour 1 300 milliards de yen de créances (environ 12 milliards d'euros) à 4% de leur valeur faciale. Cela représentait environ 4% du montant total des créances douteuses japonaises estimé en moyenne à 35 000 milliards de yen entre 1999 et 2002. Cette structure a contribué à diviser par cinq l'encours des créances douteuses japonaises entre 2002 et 2007 (Jassau et Kang, 2015). De même, la Suède a créé en 1992 plusieurs sociétés publiques de gestion d'actifs spécialisées dont la plus importante, Securum, a liquidé ou revendu 70% des entreprises en situation de défaillance en 1994. En



1998, la Corée a mis en place la Korea Asset Management Company (KAMCO) qui valorisait les créances douteuses sur la base de critères objectifs et uniformes. Le cadre fiscal et la réglementation bancaire coréens encourageaient la création de sociétés de gestion d'actifs spécialisées, privées cette fois. Ces entités avaient non seulement pour objet de racheter des créances douteuses, mais également d'accompagner la restructuration des entreprises en difficulté²⁸.

En Italie, comme dans l'ensemble de l'Union européenne, le développement de sociétés de gestion d'actifs spécialisées publiques doit nécessairement respecter les règles applicables aux aides d'Etat. Aiyar et Al. (2015) préconisent donc que ces sociétés rachètent les créances douteuses au prix de marché, que les partenariats public-privé soient privilégiés et que les banques cèdent volontairement leurs créances douteuses aux sociétés de gestion d'actifs spécialisées. En janvier 2017, Andrea Enria (président de l'Autorité bancaire européenne) a présenté le projet d'une société de gestion d'actifs spécialisée publique-privée à l'échelle de l'Union européenne. L'état dégradé des finances publiques italiennes ne permet pas la mobilisation de capitaux publics suffisants au regard de l'ampleur du stock de prêts douteux. L'objet de l'entité proposée par l'EBA serait d'acheter 200 à 250 milliards d'euros de créances douteuses sans mutualisation des pertes entre pays et dans le respect des règles relatives aux aides d'Etat. Le projet pourrait être discuté lors de la réunion informelle des ministres des affaires économiques et financières (ECOFIN) de l'Union européenne les 7 et 8 avril 2017 à Malte. Il a, pour l'heure, reçu l'accueil favorable de Klaus Regling (directeur général du Mécanisme européen de stabilité). Pour sa part, Vitor Constancio (vice-président de la Banque centrale européenne) estime que seul ce type de structure, dans la mesure où elle respecte les règles en vigueur, peut autoriser le nettoyage rapide du bilan des banques²⁹.

Faciliter la cession des créances douteuses

Le 8 avril 2016, le gouvernement italien a mis en place un système de garantie publique couvrant les créances bancaires irrécouvrables lors de leur vente. Baptisée

GACS pour *Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze*, la loi No. 49/2016 a été validée en amont par la Commission européenne. Cette loi dispose que pour être éligibles à la garantie, les actifs douteux doivent être titrisés et préalablement rachetés au prix de marché par un SPV (*Special Purpose Vehicle*) indépendant de la banque originatrice. A cette étape, une garantie couvrant les tranches seniors³⁰ peut être souscrite auprès du Trésor italien au prix de marché. L'actif doit être jugé de bonne qualité (*investment grade*) par une agence de notation indépendante. Ces conditions rendent la GACS compatible avec les règles de l'Union européenne en matière d'aides d'Etat et sont susceptibles de favoriser la cession des créances douteuses bancaires au marché.

Consolider le système bancaire italien

L'Italie est demeurée à l'écart du mouvement de consolidation des systèmes bancaires observé en Europe au cours des années 1990, puis au lendemain de la crise de 2007/2008 et de la crise des dettes souveraines en 2011. Face à ce retard, le gouvernement italien a entrepris d'encourager la consolidation de son système bancaire avec l'ambition de le rendre plus efficace. Ce type de politique, souvent adopté lors des crises bancaires, pouvait prendre auparavant, comme en Suède et en Norvège au début des années 1990, la forme d'une nationalisation temporaire des banques. Cela n'aurait plus été possible en Suède après son adhésion à l'Union européenne en 1995 et l'adoption de la directive du Parlement européen relative au redressement et à la résolution des établissements de crédit en 2014³¹. Cette dernière rend également cette solution peu envisageable en Italie. La seule option consisterait à invoquer les exceptions prévues au principe de renflouement interne et de procéder à une recapitalisation préventive, comme dans le cas de Monte dei Paschi di Siena (voir infra). Cette mesure exceptionnelle et temporaire n'implique pas la mise en résolution de la banque. Elle consiste en l'apport de fonds propres par les autorités publiques à une banque reconnue solvable par la BCE « lorsqu'une grave perturbation affectant l'économie d'un Etat membre doit être corrigée » (BCE, 27 décembre 2016).



La consolidation doit permettre de réaliser des économies d'échelle et de gestion, d'améliorer la gouvernance des banques et de diversifier les portefeuilles. Ainsi, la loi No. 49/2016 du 8 avril 2016 a transformé 367 banques coopératives italiennes en une entité unique devenue la troisième banque nationale et dont la holding est une société par action (essentiellement détenue par les banques coopératives). De plus, la loi No. 33/2015 du 24 mars 2015 réforme la gouvernance des banques coopératives (*banche di credito cooperativo*), dix d'entre elles ont été transformées en sociétés par actions (*joint stock company*)³².

Ce mouvement de concentration du secteur bancaire contribue à réduire la « surbancairisation » italienne, soulignée par Mario Draghi, qui pèse sur la rentabilité des banques³³. Néanmoins, fusionner de petits établissements en difficulté ne réduira pas pour autant leur encours de créances douteuses sans mesures adaptées.

Les incitations fiscales au provisionnement et à la comptabilisation des pertes

Avant les réformes de 2013³⁴ mais surtout de 2015³⁵, le cadre fiscal italien n'incitait que peu les banques à constituer d'importantes dotations aux provisions pour dépréciation des créances douteuses (*write-down*) ou à accélérer la reconnaissance des pertes (*write-off*) (Aiyar et Al., 2015 ; Garrido et Al., 2016).

En effet, les dotations aux provisions ne pouvaient être déduites du résultat imposable que dans la limite de 0,3% de l'encours des prêts bancaires de l'année avant les réformes. La partie des dotations aux provisions qui n'était pas déduite de la base taxable était assimilée à un crédit d'impôt sur les années fiscales suivantes. Plus précisément, il s'agissait d'un actif d'impôt différé (*Deferred Tax Asset*) amorti en tranches égales sur dix-huit années et venant en déduction de la charge fiscale des exercices futurs. Jusqu'en 2007, cela permettait de déduire du résultat imposable des banques 90% des dotations aux provisions (De Vincenzo et Ricotti, 2014). Néanmoins, l'écart entre le stock de provisions déductibles et le stock total de provisions s'est creusé à mesure que les

dotations s'accumulaient et que l'encours des prêts se réduisait. Les banques voyaient donc leur charge associée aux provisions augmenter sans pouvoir en déduire immédiatement une part croissante de leur revenu imposable. Depuis les réformes, l'intégralité des dotations aux provisions est déductible en une seule année, ce qui devrait renforcer la capacité des banques à gérer leurs créances douteuses. Cet écart est assimilable à une créance à taux zéro des banques sur l'administration fiscale dont le coût d'opportunité est estimé à 100 millions d'euros par an pour le système bancaire italien (De Vincenzo et Ricotti, 2014). De plus, le résultat net des banques est calculé sur la base du résultat brut diminué des taxes, lui-même « diminué » des actifs d'impôt différé. Ces derniers viennent donc gonfler artificiellement les résultats bancaires. Depuis 2015, les pertes sur créances irrécouvrables sont également déductibles du revenu imposable en une seule année (contre cinq précédemment). Cela devrait accélérer la reconnaissance des pertes et le nettoyage des bilans bancaires.

Le fonds Atlante

Lancé le 11 avril 2016 à l'initiative du gouvernement italien, le « fonds Atlante » (à distinguer du fonds « Atlante II » dont les objectifs diffèrent) repose sur des capitaux publics et privés. Son originalité réside dans la juxtaposition de plusieurs solutions appliquées aux crises précédentes de créances douteuses. En effet, ce fonds a vocation à participer à la recapitalisation des banques ainsi qu'à la cession de créances douteuses titrisées. Placé sous l'égide d'une société de gestion d'actifs, Quaestio Capital Management SGR S.p.A, le fonds Atlante est doté de 4,3 milliards d'euros apportés volontairement par soixante-sept institutions nationales et internationales dont la Cassa di Risparmio di Firenze et le Credito Italiano (contrôlée majoritairement par le gouvernement italien).

Selon plusieurs sources publiques, le fonds achèterait les créances douteuses à 30% de leur valeur comptable brute³⁷. Ce prix concorde avec les 33% proposés pour une partie des créances douteuses de Monte dei Paschi di Siena fin 2016³⁸



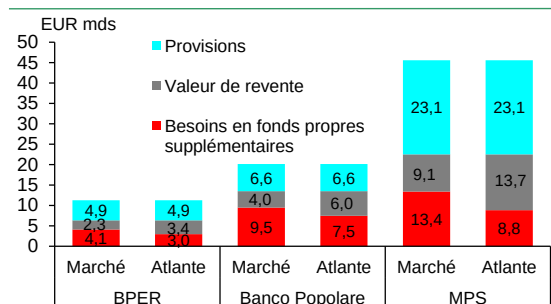
ainsi qu'avec les 34% calculés par le fonds pour un portefeuille théorique (Quaestio, 2016). Ce prix est très supérieur aux 20% proposés par le marché³⁹. Selon la direction du fonds, cet écart est rendu possible par la titrisation des créances irrécouvrables, l'apport de garanties publiques et les réformes du droit des faillites (outre un objectif de rendement inférieur). Toutefois, le montant des créances douteuses des trois banques les plus en difficulté (77 milliards d'euros au 30 septembre 2016) dépassait les capacités du fonds : 11,3 milliards d'euros pour Banca Popolare dell'Emilia Romagna, 20,1 milliards pour Banco Popolare et 45,6 milliards pour Monte dei Paschi di Siena. Le concours d'Atlante pourrait toutefois servir d'impulsion au reste du marché. Il contribuerait également à réduire le montant des fonds propres restant à constituer par les banques afin d'assainir totalement leur bilan. De manière très schématique, si BPER, Banco Popolare et MPS vendaient la totalité de leurs créances douteuses à 20% de leur valeur faciale, après déduction des provisions, elles devraient constituer respectivement 4,1 milliards d'euros, 9,5 milliards d'euros et 13,4 milliards d'euros de fonds propres supplémentaires afin de couvrir la perte subie. Ce montant serait réduit respectivement de 1,1 milliard d'euros, 2 milliards et 4,6 milliards en cas de rachat des créances douteuses uniquement par Atlante (cf. graphique 5). Les besoins réels en fonds propres supplémentaires des banques pourraient se situer entre ces deux extrêmes. In fine, Atlante ne peut constituer une solution unique. Il peut cependant participer à l'assainissement du bilan des banques.

L'exemple du plan de sortie de crise de Monte dei Paschi di Siena

A l'image des objectifs du fonds Atlante, les plans de sortie de crise des banques italiennes associent généralement un volet cession de créances douteuses et un volet recapitalisation. A ce titre, le plan initial de MPS (avant son abandon le 22 décembre 2016 suite à l'échec de la recapitalisation) est instructif car il permet d'envisager les différentes composantes d'un plan de sortie de crise. Celui-ci consistait en trois volets

interdépendants : la conversion d'obligations en actions, la recapitalisation privée et la cession de créances douteuses.

Besoins en fonds propres supplémentaires



Graphique 5 Sources : Rapports financiers des banques, calculs BNPP

Le plan prévoyait une recapitalisation de 5 milliards d'euros dont 1 milliard potentiellement apporté par un ou des investisseur(s) de référence afin de donner confiance au marché. Deux milliards d'euros avaient d'ores et déjà été obtenus par la conversion volontaire d'obligations en actions : entre le 28 novembre 2016 et le 2 décembre 2016, des détenteurs d'obligations de la banque se sont vus offrir la possibilité de convertir en actions nouvelles leurs titres de dette au pair de leur valeur nominale. Un second plan de conversion fut conduit entre le 16 décembre 2016 et le 21 décembre 2016. Il offrait la faculté aux détenteurs d'obligations junior *Tier 2* de les convertir au pair de leur valeur faciale, aux détenteurs d'obligations subordonnées *Tier 1* de les convertir à 85% et aux détenteurs d'obligations hybrides « FRESH » (*Floating Rate Equity-linked Subordinated Hybrid*) de les convertir à 23,2%. La conversion n'aurait été effective qu'en cas de succès de la levée de fonds propres sur les marchés. Le volet cession du plan prévoyait la vente de 27,7 milliards d'euros de créances douteuses brutes pour un montant comptable net des provisions de dix milliards. Le tableau 2 reprend les différents éléments du plan ainsi que leurs effets dans l'hypothèse d'une finalisation du plan.

Plan de sortie de crise de MPS (en milliards d'euros)

	Avant le plan	Après le plan sans reconstitution des provisions		Après le plan avec reconstitution des provisions	
		Marché	Atlante	Marché	Atlante
Montant brut des NPLs	45,6	17,9		17,9	
Stock de provisions	23,1	5,4		9,1	
Montant net des NPLs	22,5	12,5		8,8	
Fonds propres constitués par la revente=(20%*27.7) ou (30%*27.7)		5,5	8,3	5,5	8,3
Fonds propres constitués par la recapitalisation		5,0	5,0	5,0	5,0
dont fonds propres constitués par la conversion		2,0	2,0	2,0	2,0
Besoins théoriques en fonds propres après revente et recapitalisation		2,0	-0,8	-1,7	-4,5

Tableau 2

Source : Rapport financier de la banque, calculs BNP Paribas

Finalement, le montant des créances douteuses restant à couvrir par des fonds propres ou des provisions supplémentaires n'aurait potentiellement pas excédé deux milliards d'euros. Mieux, les fonds propres de la banque se seraient accrus de 0,8 à 4,5 milliards d'euros en supposant ou non la reconstitution des provisions dans leur proportion actuelle et la seule participation d'Atlante.

En dépit de ces éléments, il apparaît rétrospectivement que la trop forte incertitude autour de la capacité de MPS à mener son plan de sortie de crise jusqu'à son terme a eu raison de l'appétit des investisseurs. En l'état, MPS devrait faire l'objet d'une recapitalisation préventive de 8,8 milliards d'euros ; 6,6 milliards d'euros seraient apportés par l'Etat italien, les 2,2 milliards restant seraient à la charge des « autres » investisseurs. Sur les fonds apportés par le gouvernement italien, deux milliards serviraient à racheter les actions que les déposants de la banque obtiendraient en échange de la conversion de leurs titres de dette subordonnée en actions lors de la recapitalisation préventive. Le 15 mars 2017, MPS a procédé à une émission obligataire de quatre milliards d'euros avec la garantie du gouvernement italien (loi-décret No. 237/2016 amendée par la loi de conversion No. 15/2017). En outre, Veneto Banca et Banca Popolare di Vicenza (actuellement détenues par Atlante et dont le plan de fusion a été soumis au superviseur) ont déclaré le 17 mars 2017 avoir sollicité une recapitalisation préventive telle que prévue par la loi No. 15/2017. Notons que le plan de recapitalisation de treize milliards d'euros d'UniCredit, réalisé entre le 6 et le 23 février 2017, a été souscrit à 99,8%, preuve que les investisseurs différencient les établissements italiens et valorisent les plans de sortie de crise.

Conclusion

La réduction des créances douteuses et de leur incidence sur le crédit bancaire favorisera l'installation de la reprise en Italie. Poursuivre les réformes engagées est d'autant plus impérieux qu'en l'absence de croissance, l'apurement des bilans bancaires exigera des efforts supplémentaires. Les mesures déjà mises en œuvre constituent une étape essentielle dans la réduction progressive des créances douteuses mais d'autres initiatives seront sans doute encore nécessaires, qu'elles soient publiques ou privées. La mise en place d'une définition standard des créances douteuses constitue une avancée en ce sens (BCE, 2017). En outre, les banques sous la supervision directe du Mécanisme de supervision unique avec un « ratio de créances douteuses élevé », en référence au ratio moyen pondéré européen tel que défini par l'EBA (supérieur à 5,5% en juin 2016), doivent soumettre à la BCE, avant le 31 mars 2017, un plan de réduction des créances douteuses crédible (sous peine d'être revu), ce qui devrait contribuer à accélérer le nettoyage des bilans bancaires.

Achévé de rédiger le 21 mars 2017
thomas.humboldt@bnpparibas.com

REFERENCES

- Aiyar, S., Bergthaler, W., Garrido, J. M., Ilyina, A., Jobst, A., Kang, K., Kovtun, D., Liu, Y., Monaghan, D. et Moretti, M. (2015), *A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans*, IMF Staff Discussion Note 19, 1-37
- Autorité bancaire européenne (2016), *Risk Assessment of the European Banking System*, 1-72
- Banque centrale européenne (2016), *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area*, 1-40
- Banque centrale européenne (2017), *Guidance to Banks on Non-performing Loans*, 1-131
- Beck, T., Demirguc-kunt, A. et Levine, R. (2009), *Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time – Data and Analysis*, Policy Research Working Paper 4943, The World Bank, 1-45
- Broto, C., Diaz-Cassou, J. et Erce, A. (2011), *Measuring and Explaining the Volatility of Capital Flows to Emerging Countries*, Journal of Banking and Finance 35(8), 1941-1953
- Capinelli, L., Cascarino, G., Giacomelli, S. et Vacca, V. (2016), *The Management of Non-performing Loans : A Survey Among the Main Italian Banks*, *Questioni di Economia e Finanza*, Occasional Papers 311, Bank of Italy, 1-32
- Ciavoliello, L. G., Ciocchetta, F., Conti, F. M., Guida, I., Rendina, A. et Santini, G. (2016), *What's the Value of NPLs ?*, Notes on Financial Stability and Supervision 3, Bank of Italy, 1-8
- CRIF Rating Agency (2015), *Analysis and Forecast of Italian Corporates' Default Rates*
- Deloitte (2016), *L'entreprise en difficulté en France – Gagner plus de lisibilité pour aller de l'avant*, 1-44
- De Vincenzo, A. et Ricotti, G. (2014), *The use of tax law from a macroprudential perspective : the impact of some recent tax measures on procyclicality and banks' stability*, Notes on Financial Stability and Supervision 1, Bank of Italy, 1-6
- Ferrucci, G., Herzberg, V., Soussa, F. et Taylor, A. (2004), *Understanding Capital Flows to Emerging Market Economies*, Financial Stability Review (June), 89-97
- Garrido, J. (2016), *Insolvency and Enforcement Reforms in Italy*, IMF Working Paper 134, 1-20
- Garrido, J., Kopp, E. et Weber, A. (2016), *Cleaning-up Bank Balance Sheets: Economic, Legal, and Supervisory Measures for Italy*, IMF Working Paper 135, 1-32
- Hausman, J. A. (1978), *Specification tests in econometrics*, Econometrica 46(6), 1251-1271
- Hurlin, C. (2004), *L'Econométrie des Données de Panel – Modèles Linéaires Simples*, Séminaire Méthodologique, Université d'Orléans, 1-67
- Hsiao, C. (1986), *Analysis of Panel Data*, Econometric Society Monographs 11, Cambridge University Press
- Jassaud, N. et Kang, K. (2015), *A Strategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy*, IMF Working Paper 24, 1-31
- Jeanneau, S. et Micu, M. (2002), *Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries*, Working Paper 112, Bank for International Settlements, 1-41
- Jobst, A. et Weber, A. (2016), *Profitability and Balance Sheet Repair of Italian Banks*, IMF Working Paper 175, 1-33
- Koenker, R. (1982), *Robust Tests for Heteroscedasticity Based on Regression Quantiles*, Econometrica 50(1), 43-61
- Kremp, E. et Sevestre, P. (2013), *Did the Crisis Induce Credit Rationing for French SMEs?*, Journal of Banking & Finance 37(10), 3757-3772
- Medina Cas, S. et Peresa, I. (2016), *What Makes a Good 'Bad Bank' ? The Irish, Spanish and German Experience*, Discussion Paper 36, 1-48, European Commission
- Montoro, C. et Rojas-Suarez, L. (2012), *Credit at Times of Stress : Latin American Lessons From the Global Financial Crisis*, BIS Quarterly Review September, 51-60
- Netti, E. (2016), *Italy's SMEs loans return to pre-recession levels*, *IlSole24ore*, 11 juillet 2016
- OCDE (2016), *Global Interim Economic Outlook*, March 2017
- Pascuzzi, F., Lando, P. et De Vecchi, L. (2016), *The Italian NPL Market – The NPL Volcano is Ready to Erupt*, PwC, 1-28
- Quaestio Capital Management (2016), *Atlante Fund Presentation*, 29 April 2016
- Vercellone, A. (2016), *Not yet time to leave the zoo*, *Exane BNP Paribas*, 25 July 2016.



NOTES

¹ Le terme de « créances douteuses » est utilisé dans son acception large en référence aux *Non-performing loans* qui incluent les prêts irrécouvrables (*bad debt*).

² Le montant de 360 milliards d'euros est souvent avancé. La différence tient à l'évolution des créances douteuses ainsi qu'au changement de définition intervenu au mois de mars 2015.

³ Source : Banque d'Italie

⁴ Source : BNP Paribas, Global Outlook, deuxième trimestre 2017

⁵ Source : Istat, Hommes et femmes entre 15 et 64 ans, ajusté de la saisonnalité

⁶ Source : Istat, Italy, Manufacturing, Total, ajusté de la saisonnalité, Index, 2010=100

⁷ Ce montant est de seulement 100 000 euros en Espagne pour le *Mercado Alternativo de Renta Fija* (MARF). En France ce montant est de 5 millions d'euros pour les *Initial Bond Offerings* sur Alternext et de 10 millions sur Euronext. En Allemagne, ce montant est réglementairement de 100 000 d'euros mais varie en fonction des places.

⁸ UniCredit SpA, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA-Gruppo Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare - Società Cooperativa-Banco Popolare, Unione di Banche Italiane Scpa-UBI Banca, Banca popolare dell'Emilia Romagna, Mediobanca SpA-MEDIOBANCA - Banca di Credito Finanziario Società per Azioni, Banca Popolare di Milano SCaRL, Credito Emiliano SpA-CREDEM, Banca Popolare di Sondrio Società Cooperativa per Azioni, Banca Carige SpA, Fideuram-Intesa Sanpaolo Private Banking Spa, Banca Piccolo Credito Valtellinese-Credito Valtellinese Soc Coop, Banco di Sardegna SpA, Banco di Desio e della Brianza SpA-Banca Desio, Banca Ifis SpA, Azimut Holding SpA, Banca Generali SpA-Generbanca, Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, Banca Profilo SpA, Banca Finnat Euramerica SpA et Conafi Prestito SpA.

⁹ Source : Bankscope®

¹⁰ L'effet des créances douteuses sur la croissance de l'encours des prêts bancaires nets des provisions a également été testé. Le signe et la significativité de la variable ne changent pas.

¹¹ Les variables de contrôle servent à isoler les effets qu'elles captent et renforcent la validité des résultats. Ce sont généralement des variables utilisées dans la littérature et dont l'influence sur la variable expliquée est connue.

¹² Source : ISTAT, Business Survey, Confidence Climate, manufacturing

¹³ Source : Macrobond, Government Benchmark, 10 year yield

¹⁴ Source : Macrobond, Harmonised CPI, total

¹⁵ La quantité de crédits bancaires octroyés en Italie dépend principalement de l'offre sur la période récente (bien qu'elle reste toujours supérieure aux perspectives de croissance, BCE, 2016) ceci explique que les variables de contrôle se concentrent sur cet aspect. Dans une perspective plus générale, l'étude des déterminants de l'offre et de la demande de crédit requière une spécification particulière à l'image des modèles de déséquilibre avec l'utilisation de données croisées provenant des prêteurs et des emprunteurs (voir notamment Kremp et Sevestre (2013) sur la question).

¹⁶ Le test de spécification de Hsiao (1986) ne permet pas de rejeter l'hypothèse H_0 d'homogénéité totale du panel. Toutefois, les hypothèses portant sur l'homogénéité des alphas et des bêtas sont testées car la réduction du nombre de restrictions linéaires augmente la puissance du test de Fisher (Hurlin, 2004). Ces deux tests successifs ne permettent pas de rejeter l'hypothèse d'un modèle de panel à effets individuels. Le test de Hausman (1978) pousse à retenir un modèle à effets fixes dont les résultats sont similaires à ceux présentés ici. Les résultats du test de Wald poussent à introduire des variables muettes temporelles (non reportées). Celles-ci vont du T3 2008 au T3 2014 afin d'éviter la multicollinéarité parfaite (Montoro et Rojas-Suarez, 2012). Le test de Koenker (1982) ne permet pas de rejeter l'hypothèse d'homoscédasticité des résidus.

¹⁷ Plus précisément, les variables sont pré-multipliées par 1000 et celles ayant une valeur initiale inférieure à 0 sont passées en valeur absolue. Le résultat de leur logarisation se voit appliquer un signe négatif. Cette transformation résout les problèmes liés aux variables comprises entre 0 et 1 lors du passage en logarithme et de limiter la perte d'observations.

¹⁸ Les effets potentiellement endogènes de certaines variables peuvent être négligés au regard des résultats obtenus dans le cadre d'un GMM système en une étape.

¹⁹ Les résultats sont obtenus pour des données semi-annuelles, les taux de croissance sont donc annualisés.

²⁰ Une entreprise est en situation de défaillance (dépôt de bilan) dès lors qu'une procédure de redressement judiciaire est ouverte en cas de cessation de paiement. Cette situation peut donner lieu à plusieurs types de procédures collectives : la sauvegarde, le redressement judiciaire (possibilité de remédier à la situation), la liquidation judiciaire (impossibilité de revenir à une situation viable). Voir <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1617>.

²¹ Peuvent recouvrir les « cessions préemballées » ou « cessions prépacks » telles qu'instaurées par l'ordonnance du 12 mars 2014 en France mais ne s'y limitent pas.

²² Voir la lettre d'intention adressée par l'Islande au FMI en Avril 2010, <https://www.imf.org/external/np/loi/2010/isl/040710.pdf>

²³ Voir <http://www.ftk.lv/en/law/general/fcmc-guidelines-and-recommenda/4665-2009-08-21-principles-and-guideline.html>



²⁴ *Sistema de Recuperacao de Empresas por Via Extrajudicial*, approuvé par les loi-décrets n°178/2012 et n°26/2015

²⁵ Passant de 52,3% à 57,6%, World Bank Doing Business, 2017.

²⁶ En France, des procédures préventives existent aussi et leur taux de réussite est de 70% selon Me Huertas (Deloitte, 2016). Les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaires ont 50% de chances de réussite supplémentaires si elles ont été précédées d'une procédure de prévention.

²⁷ Pour ce faire, le repreneur doit être créancier de l'entreprise à hauteur de 10% de sa dette. L'achat des créances peut se faire après l'ouverture de la procédure et sans relation commerciale préexistante entre le repreneur et l'entreprise en difficulté.

²⁸ Ces entités se répartissaient entre les fonds de restructuration d'entreprises (*Corporate restructuring funds*) qui émettaient des titres pour investir dans les entreprises en difficulté et percevoir un dividende, les sociétés de restructuration d'entreprises (*Corporate restructuring companies*) qui investissaient dans les entreprises en difficulté, les restructuraient puis les revendaient, les véhicules de restructuration d'entreprises (*Corporate restructuring vehicle*) qui regroupaient les créances douteuses pour les transférer vers des sociétés de gestion d'actifs spécialisées et enfin les fonds de placement immobilier qui investissaient dans les actifs éponymes des entreprises en difficulté (Jassaud et Kang, 2015).

²⁹ Andrea Enria et Klaus Regling, le 30 janvier 2017 lors d'un séminaire au Mécanisme européen de stabilité. Vitor Constancio, le 3 février 2017 lors d'un discours tenu à Bruegel.

³⁰ Dernières tranches du portefeuille affectées si le taux de recouvrement est inférieur à celui anticipé. Source : Département du Trésor italien

³¹ Directive 2014/59/UE du Parlement européen et du conseil, connu sous le nom de BRRD

³² Voir UBI Banca pour un exemple <https://www.ubibanca.it/contenuti/RigAlle/UBI%20BANCA%20-%20novembre%202015.pdf>

³³ L'Italie compte 92 distributeurs de billets pour 100 000 adultes contre 77 pour l'ensemble des pays membres de l'OCDE et 81 pour les pays de la zone euro. Toutefois, ce chiffre est à relativiser puisque l'Amérique du Nord compte 222 distributeurs pour 100 000 adultes, le Japon 127 et le Royaume-Uni 130 (International Monetary Fund, Financial Access Survey, Automated teller machines (ATMs)).

³⁴ Loi No. 147/2013, 27 décembre 2013

³⁵ Loi No. 132/2015, 20 août 2015

³⁶ Voir Jassaud et Kang (2015) pour une démonstration numérique

³⁷ Voir par exemple Vercellone (2016)

³⁸ Voir le communiqué de presse de MPS http://english.mps.it/media-and-news/press-releases/ComunicatiStampaAllegati/2016/2016_10_24_CS_Operazione_ENG_MKP_25_10_ore_7.15.RQdocx.pdf

³⁹ Ce prix est basé sur les 17,5% payés par le marché lors du sauvetage de Banca delle Marche, Banca dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Chieti et Cassa di Risparmio di Ferrara en novembre 2015.

Maroc: en quête d'une nouvelle impulsion

Stéphane Alby

L'économie marocaine dispose de bases solides. Les déséquilibres sont contenus, les infrastructures de bonne qualité, et le système bancaire est sophistiqué et résilient. De plus, le royaume est en train de capitaliser sur son potentiel de hub manufacturier. Le secteur automobile est désormais la première source d'exportations et de nombreux projets sont en cours de développement. Cependant, la croissance modérée depuis 2013 rappelle que des obstacles structurels doivent encore être surmontés.

Le Maroc est souvent présenté comme un pays à part au sein de la zone à laquelle il appartient. Grâce à un environnement sociopolitique relativement stable et à la mise en œuvre de réformes ambitieuses, c'est en effet une des seules économies d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient à avoir amélioré son attractivité ces dernières années, en particulier dans le secteur industriel. De même, le royaume a su préserver sa qualité d'emprunteur quand de nombreux pays ont subi des ajustements à la baisse de leur notation par les agences de ratings. En tant qu'importateur net de pétrole, le Maroc ressort en effet comme l'un des grands bénéficiaires de la chute des cours du brut depuis la mi-2014. Les risques qui pèsent sur la stabilité extérieure sont désormais réduits et la soutenabilité des finances publiques n'est plus le principal sujet d'inquiétude.

Dans ce contexte plutôt favorable, les autorités monétaires s'attellent à la mise en place d'un taux de change plus flexible. Le processus sera progressif et devrait renforcer la capacité d'ajustement de l'économie marocaine aux chocs extérieurs. La libéralisation du régime de change est aussi cohérente avec la stratégie qui vise à positionner le pays comme un hub commercial et financier. En outre, les conditions préalables pour assurer la réussite de la réforme sont en place.

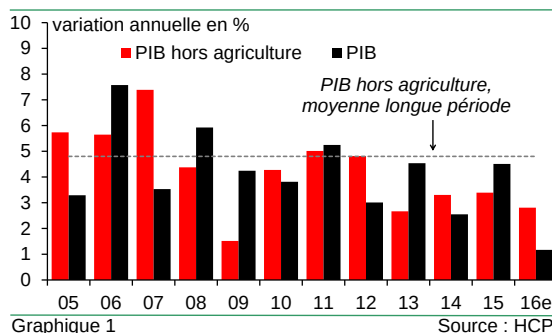
Cela étant, les performances modestes du secteur non agricole depuis 2013 inquiètent. Si des facteurs cycliques sont à l'œuvre (atonie de la demande européenne, insécurité régionale), cela souligne également la lenteur de la transformation de l'économie marocaine, et ce malgré l'émergence d'activités industrielles à forte valeur ajoutée.

Une croissance économique décevante

2017: un rebond fragile

Selon les premières estimations du Haut-Commissariat au Plan, le taux de croissance économique n'aurait atteint que 1,1% en 2016, en net retrait par rapport aux 4,5% de l'année précédente. Si ces chiffres venaient à être confirmés, il s'agirait de la plus faible progression du PIB depuis le début des années 2000.

Croissance économique

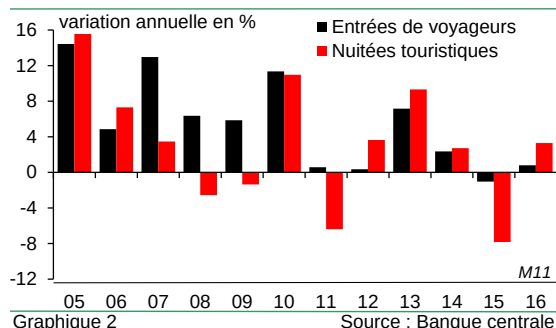


La croissance économique est passée de 4,3 % sur la période 2007-2012 à 3,2 % sur les quatre dernières années (2013-2016). Outre la contraction marquée de la valeur ajoutée du secteur primaire (-10 %), la faible performance économique de 2016 reflète les difficultés des activités non agricoles (graphique 1). Depuis 2013, la croissance du PIB non agricole s'est plus ou moins stabilisée à 3 %, contre une moyenne de 4,6 % sur 2006-2012. Pour l'instant, les perspectives tablent sur



des performances similaires, au moins en 2017, même si un effet de base positif sur l'activité agricole (10-13% du PIB nominal) devrait contribuer à porter la croissance économique à 3,8 %.

Indicateurs d'activité touristique

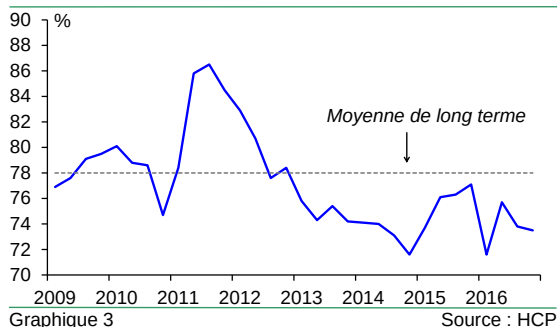


Plusieurs secteurs traditionnels font face à des difficultés. Avec un volume de prêts aux promoteurs immobiliers qui s'est contracté ces trois dernières années, le secteur du bâtiment continue de purger l'excès d'investissement de la première partie de la décennie 2000. Par ailleurs, le tourisme pâtit de la montée des tensions géopolitiques dans la région. A l'exception de 2013, l'activité touristique est à la peine depuis 2011 même si les indicateurs se sont un peu redressés en 2016 (graphique 2). S'ajoutent à cela les inquiétudes liées à un possible regain de volatilité en Europe dans le sillage du vote en faveur du Brexit et d'un calendrier électoral chargé dans certains grands pays membres. L'Europe est le premier partenaire du Maroc. Elle concentre les deux tiers des exportations, la moitié de l'investissement direct étranger, et environ les trois quarts des touristes étrangers et des transferts financiers envoyés par la diaspora marocaine. Dans tous les cas, la conjoncture extérieure sera difficile.

Sur le plan de la demande domestique, l'investissement a retrouvé de l'élán en 2016 (+3,9% après 1,5% en 2015 et deux années de contraction en 2013-2014) et l'amélioration régulière du taux d'utilisation des capacités permet de penser que cette tendance pourrait se poursuivre en 2017. En revanche, la consommation des ménages (60% du PIB) restera modérée. Celle-ci n'a progressé que de 2,5% par an en moyenne en 2015

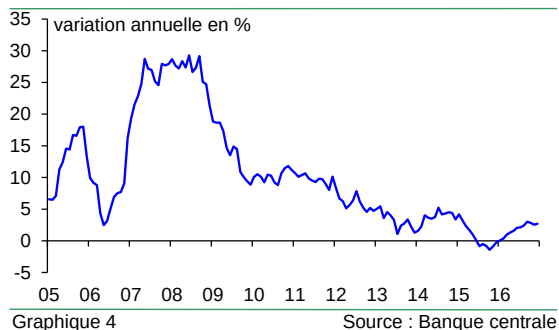
et 2016, loin du rythme qui prévalait avant 2012 (+5% en moyenne entre 2008 et 2012). La confiance des ménages reste faible (graphique 3), en raison d'un taux de chômage qui stagne aux alentours de 10 %, alors même que le taux de participation de la population active ne cesse de diminuer pour atteindre 42 % seulement.

Indice de confiance des ménages



La politique monétaire devrait rester accommodante mais ses effets sur l'activité économique sont décevants. Le taux directeur de la banque centrale est historiquement bas, tant en termes nominaux (2,25%, après la baisse cumulée de 75 points de base depuis septembre 2014) qu'en termes réels (l'inflation sous-jacente est à 1,3% fin 2016). Malgré cela, la croissance du crédit bancaire au secteur privé (graphique 4) est toujours anémique du fait de la faiblesse de la demande des entreprises.

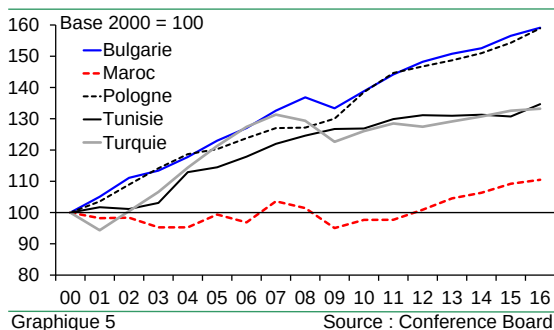
Crédit au secteur privé



Transformation structurelle: un bilan mitigé

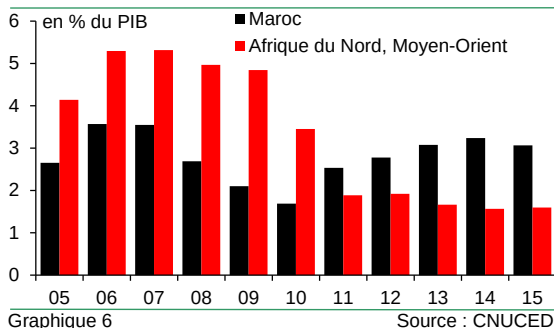
Au-delà des facteurs cycliques, les difficultés du secteur non agricole sont aussi le reflet de contraintes structurelles. Malgré un niveau d'investissement élevé au cours des dix dernières années (34 % du PIB), l'économie n'a pas connu de transformations sectorielles significatives. En particulier, la lenteur du processus d'industrialisation a freiné l'intégration de l'économie dans les chaînes de valeur mondiales. De la même façon, la productivité est restée faible comparée aux principaux concurrents du Maroc (graphique 5).

Productivité du travail



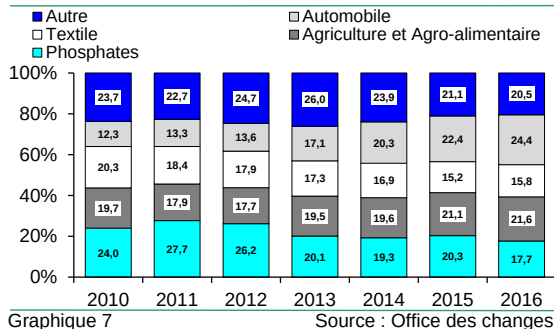
Partant de ce constat, les autorités ont adopté une politique industrielle active basée sur le développement d'infrastructures et la formation de *clusters* via des incitations budgétaires et un coût du travail relativement bas. Cette stratégie a eu un certain succès comme en témoigne le niveau élevé des investissements directs étrangers (3 % du PIB depuis 2013, graphique 6), dont une part croissante s'est réorientée vers le secteur industriel (30 % de l'ensemble de l'IDE).

Investissement direct étranger



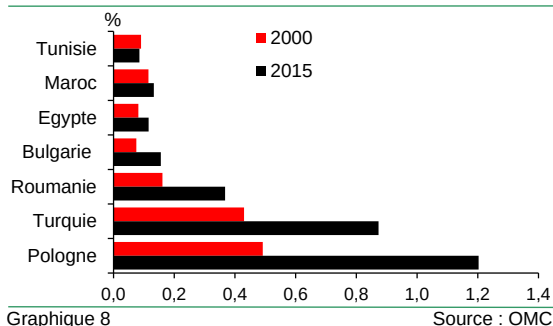
Le développement de l'industrie automobile a également été spectaculaire. Depuis le démarrage de l'usine Renault de Tanger en 2012, les ventes d'automobiles à l'étranger ont augmenté de plus de 20 % par an, dépassant depuis 2014 les exportations traditionnelles de phosphates et de textiles (graphique 7). Avec l'arrivée d'un constructeur français supplémentaire, Peugeot-Citroën, et la décision de Renault de créer une nouvelle plateforme d'approvisionnement, les perspectives à long et moyen terme sont prometteuses. D'autres entreprises étrangères, notamment dans le secteur de l'aéronautique, ont également profité de la création par l'État de parcs technologiques et de zones de libre-échange pour s'installer au Maroc.

Composition des exportations



Le développement soutenu des banques marocaines en Afrique subsaharienne illustre aussi les efforts réalisés pour diversifier les partenaires commerciaux et dépendre moins de l'Europe.

Parts de marché mondiale des exportations



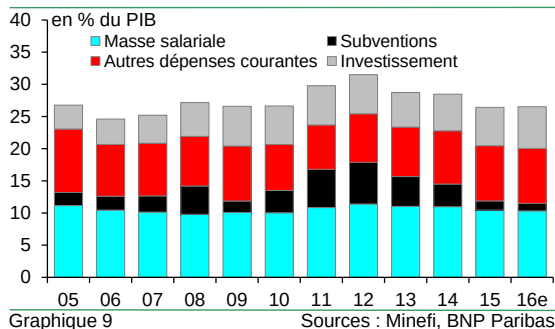
Il reste néanmoins encore beaucoup à faire pour améliorer le potentiel de croissance de l'économie marocaine. L'industrie est en effet le seul secteur avec l'agriculture à avoir détruit des emplois depuis 2009 (105 000). La part de marché des exportations est faible et, surtout, elle n'a pratiquement pas augmenté au cours des quinze dernières années (graphique 8). La base d'exportation, bien qu'en cours de diversification, reste en effet dominée par les produits à faible valeur ajoutée (phosphates, textiles et produits agroalimentaires représentent plus de la moitié des exportations) et pâtit d'un manque de compétitivité extérieure. C'est particulièrement vrai pour le textile, dont les parts de marché en Europe ont été divisées par deux depuis le début des années 2000. La faiblesse des indicateurs socioéconomiques est aussi une contrainte majeure. Le PIB par habitant s'élève à seulement 3 078 dollars US en 2015 soit deux ou trois fois moins qu'en Bulgarie, en Roumanie ou en Turquie. De ce fait, le marché intérieur marocain n'est pas aussi profond, ce qui limite le potentiel de consommation et d'épargne. En outre, le niveau d'éducation est nettement en retrait par rapport aux pairs régionaux et une réglementation lourde pèse sur la flexibilité du marché du travail.

Des grands équilibres macroéconomiques robustes

Finances publiques: dette élevée, risque limité

La situation des finances publiques s'est nettement consolidée. Le budget, qui était encore à l'équilibre en 2008, a accusé un déficit de 6,8 % du PIB en 2012, avant de diminuer régulièrement pour s'établir à 3,9 % en 2016. L'amélioration vient en grande partie de la réforme de la caisse de compensation. Depuis 2015, les prix sur les carburants ne sont plus subventionnés par l'Etat. Ainsi le montant des subventions (gaz pour la cuisine, blé, sucre) ne représentaient plus que 1,2 % du PIB en 2016 contre 6,5 % en 2012 (graphique 9). Dans le même temps, des efforts ont été déployés pour contenir la progression des dépenses courantes, ce qui a permis à l'Etat de dégager quelques marges de manœuvre pour augmenter son budget d'investissement. De fait, les dépenses en capital sont passées de 5,4 % du PIB en 2013 à 6,5 % en 2016.

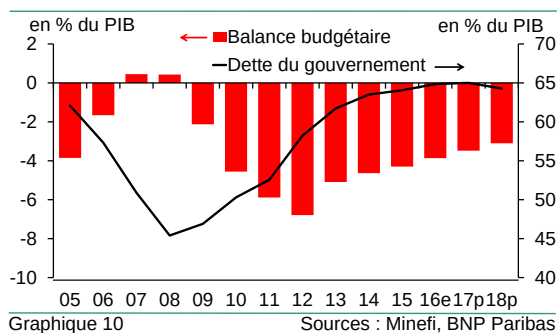
Dépenses du gouvernement



Les perspectives budgétaires demeurent bien orientées. Le déficit budgétaire devrait continuer de se résorber pour atteindre 3,5 % du PIB en 2017 et 3,1 % du PIB en 2018 (graphique 10). Mais, les contraintes resteront fortes. Les recettes budgétaires sont déjà élevées, à 27 % du PIB. L'assainissement budgétaire devrait par conséquent continuer de reposer sur la réduction des dépenses. Or, avec une masse salariale de la fonction publique qui représente 10,3 % du PIB et environ 40 %

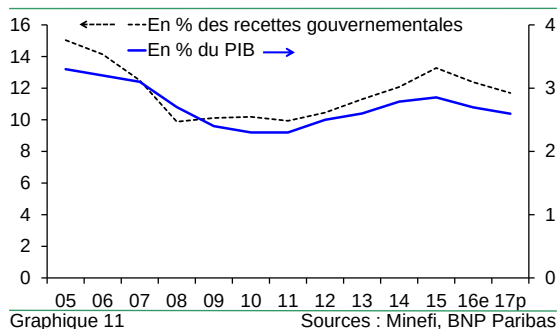
des dépenses, les marges de manœuvre sont réduites. Les autorités pourraient ainsi être amenées soit à réduire l'investissement public au détriment de l'activité économique, soit à emprunter plus alors que la dette du gouvernement central est déjà élevée, à 64,8 % du PIB en 2016 (+18 points de pourcentage par rapport à 2009), et ne devrait commencer à décliner qu'à partir 2018.

Indicateurs des finances publiques



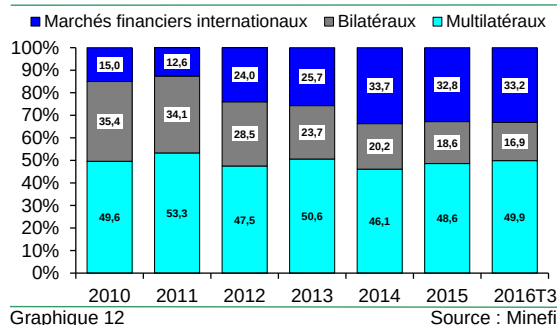
Pour l'instant, les autorités bénéficient de conditions de financement favorables, internes (de loin la principale source de financement du déficit budgétaire) comme externes. Même si elle augmente, la charge d'intérêts demeure ainsi modérée, à moins de 3 % du PIB et 12 % des recettes de l'État (graphique 11).

Charges d'intérêt



Le profil de l'endettement du gouvernement est également favorable. Avec moins d'un quart du stock de la dette libellé en devises étrangères, la vulnérabilité aux chocs de change est limitée. De plus, la part de la dette extérieure détenue par des créanciers officiels demeure significative (graphique 12), malgré le recours accru de l'État aux marchés financiers internationaux. La maturité de la dette domestique continue de s'allonger, passant de 5,8 années en 2014 à 6,3 ans en 2015. Dans ce contexte, le risque de refinancement est limité et devrait le rester à condition que la confiance des investisseurs ne s'érode pas.

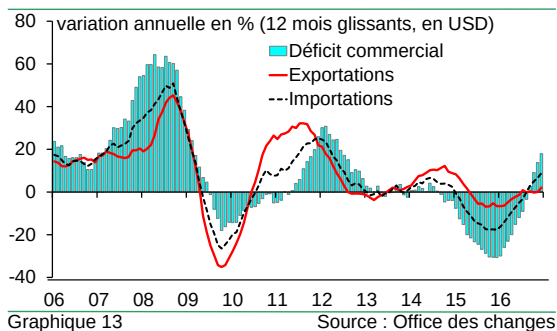
Structure de la dette extérieure du Trésor par créanciers



Les finances extérieures sont plus solides

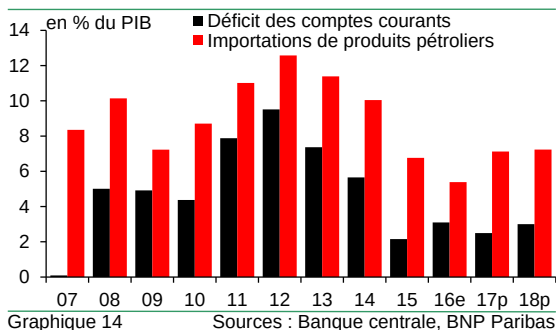
Sous l'effet de la chute des cours mondiaux du pétrole (95 % des besoins énergétiques proviennent de l'extérieur), le Maroc a vu ses déséquilibres extérieurs se résorber de façon significative. Le déficit de la balance des paiements courants a été ramené de 9,5 % du PIB en 2012 à 2,2 % en 2015 avant de s'élargir de nouveau en 2016 à 3,1%. Une combinaison de chocs a dégradé la balance commerciale l'an dernier (graphique 13). Chute des exportations de phosphates, hausse marquée des achats de biens alimentaires pour compenser la mauvaise campagne agricole et progression soutenue des importations de biens d'équipement ont ainsi annihilé les gains liés aux bons résultats de la filière automobile et à l'allègement de la facture énergétique.

Balance commerciale



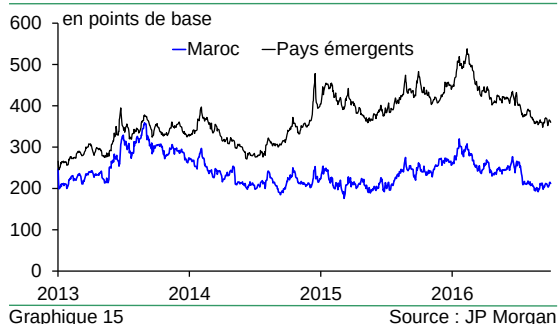
Dans un contexte de remontée des cours du brut, l'ampleur du déficit commercial (17% du PIB en 2016) a de quoi soulever quelques inquiétudes. Toutefois, les importations de pétrole, même en progression, seront inférieures d'environ 5% de PIB aux pics atteints en 2011 et 2012. Ensuite, les transferts des Marocains résidant à l'étranger et les recettes touristiques représentent toujours près de 40% des recettes courantes du pays et 12,5% du PIB. Or, à ce stade, rien ne permet de penser qu'elles pourraient s'effondrer à court terme, même si les incertitudes en Europe et l'insécurité régionale demeurent des risques importants. Dans l'hypothèse d'un redressement progressif des cours des phosphates et compte tenu du rebond attendu de la production agricole, le déficit des comptes courants serait contenu entre 2,5 % et 3 % du PIB en 2017 et 2018 (graphique 14).

Comptes externes



Par ailleurs, les flux de capitaux sont robustes. À 2,5 % du PIB depuis 2013, les investissements directs étrangers nets jouent un rôle central dans la couverture des besoins de financement extérieur. De plus, en raison de ses fondamentaux macroéconomiques solides et grâce au renouvellement de la ligne de précaution et de liquidité du FMI, le pays devrait continuer de bénéficier d'un accès aux marchés financiers internationaux à des conditions favorables si nécessaire. La prime de risque exigée par les investisseurs sur les euro-obligations du royaume (graphique 15) est à la fois plus faible et moins volatile que pour la moyenne des pays émergents.

Spreads sur les euro-obligations



Au total, la consolidation de la liquidité extérieure devrait de poursuivre. Les réserves de change, qui avaient atteint un point de bas fin 2012 à 16,2 de milliards de dollars US, ont retrouvé un niveau plus confortable depuis. Elles s'élevaient à 25,1 milliards de dollars à fin 2016 et une nouvelle hausse de près de 5 milliards est attendue en 2017/2018, assurant ainsi une couverture de sept mois d'importations de biens et services. De plus, l'exposition aux flux d'investissements de portefeuille est négligeable et l'endettement extérieur est modéré (47 % du PIB, dont 31% du PIB pour les entreprises). En outre, plus de 80 % de l'endettement extérieur est à échéance longue.

Vers une flexibilisation du régime de change

Selon la banque centrale, le processus de flexibilisation du régime de change va débuter cette année. Une telle évolution répond à un double objectif : 1/ renforcer la capacité d'ajustement de l'économie aux chocs extérieurs ; 2/ accompagner la stratégie de positionnement du Maroc en tant que *hub* commercial et financier. En fait, depuis la décision prise en avril 2015 de réviser la pondération de l'euro et du dollar dans le panier auquel le dirham (MAD) est arrimé (60 % EUR et 40 % USD, contre 80 % et 20 % respectivement auparavant), une telle réforme était largement anticipée. Mais le mouvement sera progressif afin de laisser suffisamment de temps à l'économie pour s'y préparer. Une première étape sera de tolérer davantage de volatilité du MAD via un élargissement de la fourchette.

Dans un pays où le système de change très encadré a longtemps été perçu comme un pilier de la stabilité économique, une telle mesure soulève néanmoins des inquiétudes. Pour autant, la plupart des conditions sont réunies pour que la réforme se passe bien. Le taux de change effectif réel ne fait pas apparaître de signes de surévaluation marquée du MAD (graphique 16), l'inflation est maîtrisée, les fondamentaux macroéconomiques se sont renforcés au cours des deux ou trois dernières années, pour des raisons à la fois cycliques (baisse des cours du pétrole) et structurelles (réforme du système de subventions, montée en puissance des exportations automobiles), et l'endettement est soutenable. La ligne de précaution et de liquidité du FMI constitue également une sécurité. Avec des engagements vers les non-résidents qui représentent moins de 3 % du passif total, le système bancaire est aussi en bonne position pour faire face à une plus grande volatilité du MAD. Enfin, le risque d'une éventuelle fuite des capitaux, accompagnant la flexibilisation du taux de change, est faible. En effet, les contrôles de capitaux actuellement en vigueur seront maintenus, du moins dans un premier temps.

Taux de change effectif réel



Secteur bancaire : faire face à la montée du risque de crédit

Des indicateurs macro-prudentiels satisfaisants

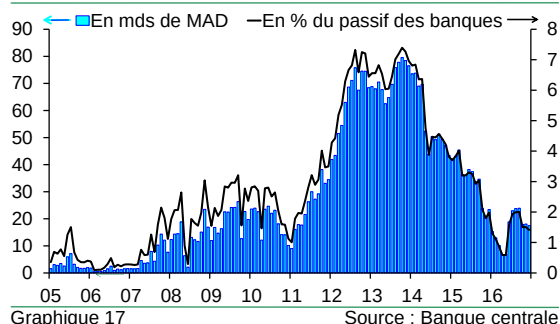
Le système bancaire du Maroc est l'un des plus développés de la zone. Le montant total des actifs représente 120 % du PIB mais avec une forte concentration, les trois premières banques détenant 65 % des avoirs du secteur. La présence significative d'établissements étrangers (environ 20 % des actifs du secteur) constitue une autre caractéristique. Cela peut être perçu comme un facteur de stabilité, les sociétés mères ayant démontré par le passé leur engagement à soutenir leurs filiales si nécessaire. En outre, la qualité de la réglementation est satisfaisante et a été renforcée ces dernières années par l'adoption d'une nouvelle législation bancaire en 2014. La banque centrale a également fait preuve de réactivité lorsque des tensions de liquidité ont émergé en 2012, que ce soit par une augmentation des facilités de refinancement, une extension des garanties éligibles pour les prises en pension ou une réduction du taux des réserves obligatoires à un plancher historique de 2 %.

Le secteur bancaire est solidement capitalisé - le ratio de fonds propres s'élevait à 13,7 % mi-2016 - et le niveau de rentabilité reste satisfaisant, soutenu par des marges d'intérêt élevées (supérieures à 3 % depuis



2007) et un développement rapide dans les pays d'Afrique subsaharienne (cf. infra). À cela s'ajoute un profil de financement conservateur, largement dominé par les dépôts domestiques (70 % du passif du secteur), et un niveau de liquidité satisfaisant et en amélioration. Le ratio prêts/dépôts n'a cessé de diminuer depuis la mi-2014 pour s'établir actuellement à 95 %, la dynamique s'expliquant à la fois par la faible croissance du crédit mais aussi par un environnement macroéconomique plus propice à la collecte de dépôts. La baisse marquée de la dépendance des banques au financement de la banque centrale (graphique 17) constitue une autre illustration de l'amélioration du profil de liquidité.

Financement de la Banque centrale au secteur bancaire

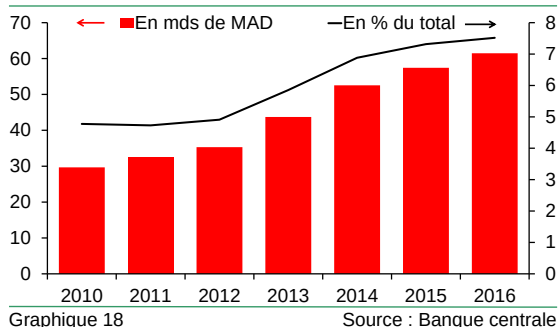


Mais l'environnement opérationnel est difficile

La qualité des actifs s'est détériorée. Le poids des créances douteuses dans le total des prêts bancaires est passé de 4,9 % à fin 2012 à 7,5 % à fin 2016 (graph 18). Une inversion de cette dynamique est peu probable à court terme puisque la faible activité du secteur hors-agricole va continuer de peser sur la demande de crédits. À ce stade, les banques sont suffisamment solides pour absorber de nouvelles pertes. La politique d'expansion des trois principales banques du pays, tout en apportant d'importantes sources de revenus, a ouvert la voie à un canal externe de transmission des risques. À fin 2015, la contribution des filiales à l'étranger atteignait 22 % du total de leurs actifs

consolidés. Or, l'essentiel de l'activité internationale est situé en Afrique subsaharienne, c'est-à-dire dans des économies beaucoup plus fragiles que le Maroc.

Créances en souffrance



Conclusion

L'économie marocaine dispose de bases solides. Les déséquilibres sont contenus, les infrastructures de bonne qualité, et le système bancaire est sophistiqué et résilient. En outre, la feuille de route est claire. Les autorités souhaitent positionner le pays comme un *hub* entre l'Europe et l'Afrique, et le développement spectaculaire de la filière automobile ne peut que les encourager à poursuivre sur cette voie. Pour autant, il reste encore beaucoup à faire pour installer la croissance économique sur une trajectoire solide et plus dynamique. Par rapport à ses pairs régionaux, la base industrielle marocaine demeure encore étroite et dans l'ensemble insuffisamment compétitive. Le niveau relativement bas de l'éducation constitue également un frein pour une économie qui doit améliorer sa productivité. Néanmoins, les autorités ont aussi démontré leur capacité à entreprendre des réformes délicates (élimination des subventions énergétiques, etc.), suscitant l'espoir que les obstacles structurels pourront être levés.

Achévé de rédiger le 3 mars 2017
stephane.alby@bnpparibas.com



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33(0)1 58 16 73 32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33(0)1 58 16 81 69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33(0)1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33(0)1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33(0)1 57 43 02 91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Manuel NUNEZ**
Japon, Irlande - Projets

+33(0)1 42 98 27 62

manuel.a.nunez@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33(0)1 55 77 71 89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33(0)1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33(0)1 43 16 95 56

tarik.rharab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33(0)1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOULET**

+33(0)1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33(0)1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie

+33(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord - Méthodologie

+33(0)1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33(0)1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud - Méthodologie

+33(0)1 42 98 26 77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - Scoring

+33(0)1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEK**
CEI, Europe centrale

+33(0)1 42 98 48 45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Asie, Russie

+33(0)1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Alexandra WENTZINGER**
Chili, Uruguay, Paraguay

+33(0)1 42 98 74 26

alexandrawentzinger@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33(0)1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements, ni le conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement : elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions pourront être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquelles elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp. Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1 42 98 12 34

Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef : William De Vijlder
Achévé de rédiger : Mars 2017

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News



<http://economic-research.bnpparibas.com>



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change