

# BANQUES UNIVERSELLES MAROCAINES : UNE INTERNATIONALISATION RÉUSSIE

TAHA JAIDI\*

L'internationalisation des banques marocaines est un sujet majeur qui a suscité une attention croissante au cours des dernières années. Les arguments qui justifient un tel intérêt sont doubles. D'une part, nous assistons à une ouverture réussie des Groupes marocains sur les marchés africains à travers une contribution moyenne aux bénéficiaires<sup>1</sup> passant de 7,0 % à 33,0 % durant la dernière décennie. D'autre part, le secteur bancaire marocain est considéré à l'heure actuelle comme un partenaire engagé et crédible dans le développement des économies africaines.

Les différents travaux de recherche publiés en la matière ont généré une telle littérature que l'objectif de cet article n'est pas de dresser un bilan des réalisations des banques marocaines en Afrique, mais plutôt de réexaminer le sujet de l'internationalisation sous un angle différent. Il s'agit de se placer du côté de l'actionnaire afin de déceler les motivations prioritaires de l'internationalisation des banques marocaines, de positionner leur rentabilité boursière à l'échelle mondiale et enfin d'identifier les facteurs clés de réussite.

À cet effet, le présent article est développé de la manière suivante. Dans la première partie, nous expliquons à travers des exemples concrets comment le modèle de la banque universelle a connu un grand succès au Maroc. Dans la deuxième partie, nous présentons les moti-

117

---

\* Directeur Stratégie, Attijari Global Research (AGR). Contact : T.jaidi@attijari.ma.

vations prioritaires qui ont incité les banques universelles marocaines à s'ouvrir sur l'Afrique. Dans cette partie, nous citons les grandes tendances qui ont marqué ce processus d'internationalisation. Enfin, dans la troisième partie, nous comparons la rentabilité boursière des banques marocaines par rapport à un large *benchmark* de banques à l'international<sup>2</sup> et nous énumérons par la suite les facteurs clés de réussite.

### *SECTEUR BANCAIRE MAROCAIN : LE MODÈLE RÉUSSI DE LA BANQUE UNIVERSELLE*

L'expérience du secteur bancaire marocain durant les deux dernières décennies atteste clairement du succès de la banque universelle. En effet, le déploiement efficace de ce modèle bancaire par les grands Groupes marocains a eu des retombées positives à la fois sur le client, l'économie et l'actionnaire.

#### *L'éternel débat entre banque « universelle » et banque « spécialisée »*

Durant les périodes de crise financière, le débat banque universelle ou banque spécialisée refait toujours surface sous une forme ou une autre. Traditionnellement, il existe deux grands modèles bancaires dans le monde. D'une part, les banques américaines qui privilégiaient historiquement le cloisonnement des activités au nom de la lutte contre les conflits d'intérêts. D'autre part, les banques continentales européennes, notamment françaises et allemandes, qui optent pour un modèle multimétier favorisant la diversification des risques. Ce modèle combine sous le même toit les activités de dépôt, les activités de crédit ainsi que les activités de marché et d'ingénierie financière.

Les partisans de la banque universelle avancent trois types d'arguments. Il s'agit (1) des avantages pour le client, (2) des avantages pour l'économie et enfin (3) des avantages pour l'actionnaire. Le développement de ce point nous permettra d'exposer l'expérience marocaine en la matière.

#### *Avantages pour le client*

À travers une seule institution et un chargé de clientèle unique, le client pourrait accéder à l'essentiel des produits et des services financiers dont il a besoin. Ce modèle réduit le coût des transactions en comparaison à une relation marquée par une multitude de points de contacts. Il est important de souligner que la banque universelle considère la relation client dans sa globalité. Dans ces conditions et grâce aux synergies entre ses différentes lignes de métiers, la banque universelle disposerait d'une information plus complète sur le profil de ses clients lui permettant de leur offrir un service plus adapté. Pour leur part, les

clients institutionnels et *corporate* trouvent aussi leur compte par rapport au modèle de la banque universelle. Afin d'en attester, nous exposons un exemple récent au Maroc.

En juin 2019, l'État marocain a décidé de céder 8,0 % de sa participation dans le capital de Maroc Telecom. Un opérateur *leader* du secteur marocain des télécoms et présent dans dix pays africains. Afin de réussir cette cession stratégique, l'État marocain a opté pour la banque universelle. Celle-ci a pris en charge toutes les étapes de cette opération, allant du conseil financier jusqu'à la distribution des actions auprès du grand public via son réseau d'agences et passant par les services de placement en bourse et de règlement/livraison des titres. Aussi la banque universelle a proposé, dans le cadre de son offre globale, le financement des salariés de Maroc Telecom pour l'acquisition des titres qui leur sont dédiés dans le cadre de cette opération. En tant que client, l'État bénéficie de deux principaux avantages. D'une part, la réduction du nombre d'interlocuteurs permettant d'accélérer le processus de concrétisation de cette opération. D'autre part, l'optimisation des coûts engagés dans la mesure où les négociations s'inscrivent dans le cadre d'une offre de service globale.

#### *Avantages pour l'économie*

Le modèle de la banque universelle permet de procurer une meilleure stabilité au système financier et par conséquent à l'économie en général et ce grâce à une résilience meilleure que celle des banques moins diversifiées voire spécialisées. Rappelons que durant la crise financière de 2008, les banques universelles se sont clairement distinguées. Celles-ci ont démontré une forte capacité à absorber les chocs exogènes en périodes de stress des marchés financiers. Cette résilience trouve son origine dans deux principaux facteurs. D'une part, les actifs des banques universelles sont diversifiés à travers des prêts à court et à long termes accordés à des contreparties de différents profils ainsi que des titres obligataires privés et publics. Cette structure de l'actif réduit la dépendance de la banque vis-à-vis d'un type d'emprunteur spécifique. D'autre part, la prépondérance des ressources sous forme de dépôts au niveau du passif constitue un solide coussin de sécurité durant les périodes d'assèchement des liquidités sur les marchés financiers et de renchérissement des coûts de financement. L'exemple le plus frappant est celui des banques universelles françaises, notamment la Société Générale, le Crédit Agricole et BNP Paribas qui ont pu résister à la crise financière historique de 2008<sup>3</sup>.

Au Maroc, la stabilité du système financier est liée en partie au modèle de la banque universelle. Durant la crise financière de 2008, ce profil de banques a démontré une solide résilience grâce notamment à

des bilans suffisamment capitalisés, une structure saine des ressources dont les dépôts non rémunérés représentent plus de la moitié, une faible concentration du risque crédit et enfin une gestion rigoureuse des risques. Toutefois, il est à noter que les banques spécialisées au Maroc ont connu par le passé de sérieuses difficultés. Il s'agit des banques CIH et Crédit Agricole Maroc. La première est spécialisée dans le secteur de la promotion immobilière et hôtelière, tandis que la seconde finance le secteur agricole. La défaillance des promoteurs immobiliers et des agriculteurs dans un contexte économique difficile a conduit ces banques vers des quasi-faillites durant les années 2000. À cette époque, la banque universelle BCP a même contribué au redressement du CIH en relevant sa participation dans le capital de la banque de 2,2 % à 20,2 %<sup>4</sup>.

#### *Avantages pour l'actionnaire*

À l'échelle internationale, il nous semble difficile d'affirmer la supériorité des banques universelles en termes de rentabilité par rapport aux autres modèles bancaires, particulièrement sur des horizons long terme. Toutefois, cet exercice est révélateur pour le cas du Maroc. Les graphiques 1 et 2 (*infra*) mettent en exergue la rentabilité financière et la rentabilité boursière des trois principaux profils de banques cotées au Maroc, à savoir : (1) les banques universelles à dimension internationale (ATW bank, BCP, BMCE BOA), les banques universelles locales (BMCI, CDM) et enfin les banques historiquement spécialisées à l'image du CIH. À titre indicatif, l'annexe 1 présente une classification exhaustive du secteur bancaire marocain en intégrant les banques non cotées et celles ayant un poids peu significatif au sein du marché. Au terme de notre analyse, trois principaux messages sont à retenir :

- les banques universelles à dimension internationale affichent une rentabilité financière (ROE – *return on equity*)<sup>5</sup> à la fois plus élevée et moins volatile en comparaison aux autres profils de banques. Durant la décennie 2008-2018, celles-ci enregistrent un ROE moyen de 11,8 %, contre 9,6 % pour les banques spécialisées et 8,6 % pour les banques universelles locales ;

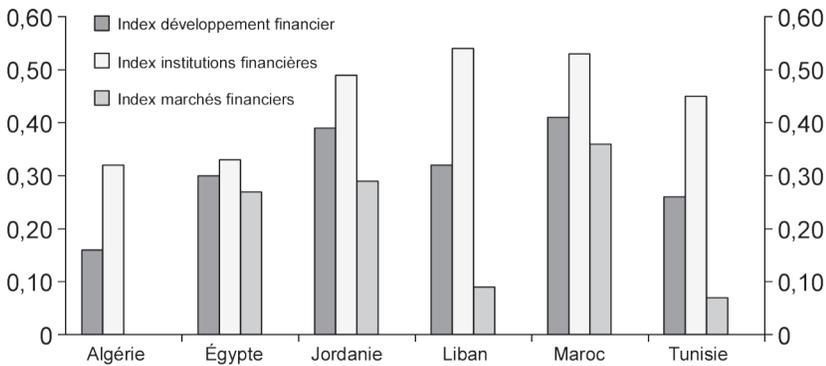
- les banques universelles à dimension internationale offrent des rentabilités boursières<sup>6</sup> nettement meilleures par rapport aux autres profils de banques. Sur des horizons de quinze ans, dix ans et cinq ans, celles-ci affichent des rentabilités boursières annuelles de respectivement 13,9 %, 6,2 % et 8,2 %, contre 8,5 %, 0,1 % et 7,6 % pour les banques spécialisées et 5,9 %, 1,3 % et 3,1 % pour les banques locales ;

- la variation annuelle de la rentabilité boursière a été la plus faible pour le cas des banques universelles à dimension internationale durant le moyen terme (cinq ans) et relativement plus élevée sur des horizons

de placement long terme (dix et quinze ans). Les difficultés qu'a connues la banque spécialisée CIH durant les années 2000 se sont clairement reflétées sur sa volatilité pendant quinze ans.

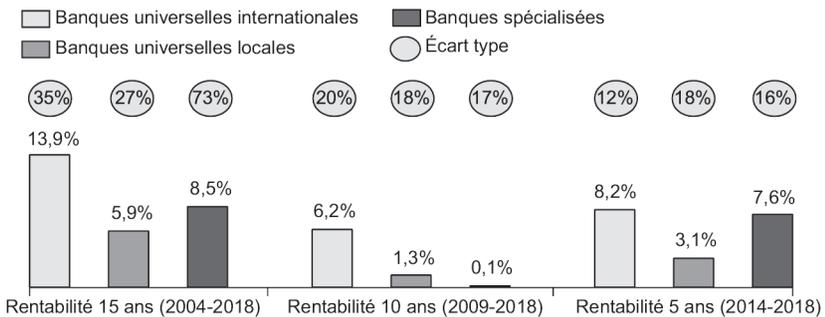
À l'analyse du profil risque/rentabilité du secteur bancaire au Maroc, il nous semble évident que les investisseurs à horizon de placement moyen et long termes opéreraient davantage pour le modèle des banques universelles internationales aux dépens des banques purement locales ou encore spécialisées.

**Graphique 1**  
**Évolution de la rentabilité financière (ROE) des différents profils de banques au Maroc**



Sources : AGR ; états financiers des banques.

**Graphique 2**  
**Rentabilités boursières annuelles moyennes vs écarts types\* des rentabilités boursières des différents profils de banques au Maroc**



\* L'écart type tient compte de la variation des rentabilités annuelles observées pour chaque catégorie de banques.

Sources : AGR ; Bourse des Valeurs de Casablanca.

En dépit des différents avantages que procure le modèle de la banque universelle, nous relevons que ses détracteurs ne l'attaquent pas sur des aspects factuels, mais plutôt sur des risques potentiels relatifs à la taille et à la gouvernance.

L'argument phare des adversaires de la banque universelle est sa « taille ». En d'autres termes, certaines institutions pourraient être considérées trop importantes pour faire faillite (*too big to fail*). Selon cette logique, les banques présentant un risque systémique pourraient bénéficier d'une sorte de « garantie publique » à activer en cas de crise majeure. Forts de ce soutien, les grands groupes bancaires seraient tentés de prendre davantage de risque. L'Espagne présente un cas d'école en la matière. En effet, la Cour des comptes avait estimé le coût accumulé des fonds publics employés dans le processus de restructuration du secteur bancaire espagnol à 60,7 Md€<sup>7</sup> à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière et de l'avènement de la crise financière durant la période 2000-2015. Le second argument qui va à l'encontre de la banque universelle est l'association sous le même toit des activités de dépôt et des activités de marché. Cette configuration est potentiellement génératrice de conflits d'intérêts. Le risque étant une orientation de l'épargne des déposants vers les activités de spéculation. Ce dernier argument revient souvent lors des *crashes* boursiers ou encore de scandales financiers en raison de défaillances dans la gouvernance.

122

Au final, il est important de noter que ces critiques ne concernent pas uniquement le modèle de la banque universelle en particulier, mais plutôt l'ensemble des institutions financières. Pour rappel, durant les années 2000, ce sont les banques spécialisées au Maroc qui ont connu de sérieuses difficultés liées notamment à des défaillances en termes de gouvernance.

### *Un secteur bancaire marocain marqué par trois modèles de développement...*

Durant les deux dernières décennies, le secteur bancaire marocain a connu une réorganisation profonde à travers des mouvements de rapprochement, des opérations d'assainissement et de restructuration. Au terme de cette mutation, trois modèles de développement ont émergé.

*Groupe 1 : ATW bank, BMCE BOA<sup>8</sup> et BP, les banques universelles par « excellence »*

Attijariwafa bank et BMCE BOA reposent sur un modèle multi-métier allant de la banque de détail à la banque de marchés, en passant par la gestion collective. Ces deux groupes disposent de plusieurs filiales

exerçant dans différentes activités dont les plus importantes opèrent dans l'immobilier, le crédit à la consommation, l'assurance et la gestion d'actifs.

La Banque Populaire opère selon un modèle de banque universelle classique tout en présentant une structure organisationnelle atypique. Le Groupe est constitué du Crédit Populaire du Maroc, entité regroupant huit Banques Populaires Régionales (BPR) et la Banque Centrale Populaire (BCP), organe coté à la bourse de Casablanca. Sur le volet actionnariat, nous relevons des participations croisées entre la BCP et les BPR. Historiquement, la BCP avait comme principale mission le placement des excédents de trésorerie des BPR. Désormais, celle-ci opère dans les segments du *retail* et du *corporate*. Cette évolution de l'entité cotée du Groupe répond à une logique de positionnement similaire à celle de ses deux principaux concurrents, à savoir Attijariwafa bank et BMCE BOA.

*Groupe 2 : BMCI, SG et CDM, les banques universelles à dimension locale*

Les établissements bancaires à actionnariat étranger, principalement ceux détenus majoritairement par les Groupes français, adoptent un modèle universel à dimension locale. Il s'agit des filiales BMCI, SG et CDM dont les actionnaires de référence sont respectivement BNP Paribas, Société Générale et Crédit Agricole. Le poids peu significatif de ces filiales dans le portefeuille monde des groupes français, n'encouragerait pas ces derniers à adopter une stratégie de développement active à travers des injections de fonds propres ou encore une extension importante de leur réseau. Ces filiales semblent s'inscrire davantage dans une logique de rendement et de développement rationnel de l'activité de crédit sur le marché domestique. À titre d'exemple, la BMCI a distribué au titre de l'exercice 2017 un dividende historique de 1,3 MMDH (milliard de dirhams) équivalent à 2,5 années de bénéfices.

123

*Groupe 3 : CIH et CAM..., la remise en cause du modèle de la banque spécialisée...*

Le Crédit Immobilier et Hôtelier (CIH) ainsi que le Crédit Agricole du Maroc (CAM) ont longtemps pâti de la spécialisation de leurs activités, allant jusqu'à frôler la banqueroute. L'exposition de ces deux banques sur les segments immobilier et agricole a lourdement pesé sur leurs fonds propres durant les années 2000. À cet effet, l'État est intervenu à plusieurs reprises pour faire face à la montée importante du niveau de contentieux sur les secteurs agricole et immobilier. La faible diversification des portefeuilles, la prise de risque excessive dans l'octroi

de crédit, la faiblesse des garanties exigées et la défaillance des emprunteurs, notamment les agriculteurs et les promoteurs immobiliers, sont autant de facteurs ayant précipité ces banques vers des quasi-faillites à l'époque. Toutefois, les plans de recapitalisation et d'assainissement lancés durant la période 2000-2010 ont impacté positivement les performances financières de ces banques. Au final, le modèle de la banque spécialisée a été remis en question au profit d'une nouvelle stratégie multimétier ayant comme objectifs la diversification des actifs et le positionnement dans les activités parabancaires.

*...et une supériorité incontestable  
des banques universelles marocaines*

Le mouvement de restructuration du secteur bancaire marocain durant les dernières décennies a permis de donner naissance à des champions nationaux, ayant une capacité de porter une vraie vision internationale. Il s'agit de notre « Groupe 1 » composé des trois banques universelles marocaines. Afin d'en attester, nous nous sommes appuyés sur quatre indicateurs clés. D'une part, le total bilan, les dépôts et les crédits clients pour évaluer leur poids dans l'économie. D'autre part, la taille des fonds propres afin d'apprécier le degré d'implication de l'actionnaire de référence dans le développement à long terme de la banque. Le tableau 1 atteste de la supériorité des banques universelles marocaines au sein de leur secteur et ce à travers un poids supérieur à 60,0 % au niveau des différents indicateurs précités.

124

**Tableau 1**  
**Poids des trois grandes banques universelles**  
**dans le secteur bancaire marocain**

Indicateurs sociaux 2018	Top 3 secteur (en MMDH)	Total secteur (en MMDH)	Poids du Top 3
Total bilan	866	1 344	64 %
Dépôts clientèle	600	925	65 %
Crédits clientèle	527	837	63 %
Activités de marché	194	277	70 %
Fonds propres	125	187	67 %

Sources : GPBM ; calculs AGR.

## *POURQUOI S'INTERNATIONALISER ?*

D'un point de vue économique, trois principales motivations seraient à l'origine de l'internationalisation des banques. La première concerne le degré de maturité du marché domestique. Un marché mature se caractérise généralement par un faible potentiel de croissance des revenus, une concentration élevée limitant les opportunités de croissance externe et enfin une pression concurrentielle croissante sur les marges d'intermédiation. Dans ces conditions, les actionnaires en quête de rentabilité financière exercent des pressions sur le management afin de rechercher des taux de croissance plus élevés sur des marchés à fort potentiel de développement. La deuxième motivation est liée au phénomène de la globalisation des économies. Le développement accéléré des pays émergents et ceux en voie de développement a permis la naissance de « champions nationaux » avec des ambitions internationales. Cette nouvelle orientation a poussé les établissements bancaires à accompagner leurs clients dans leur stratégie de conquête de nouveaux marchés. Enfin, la troisième motivation concerne la recherche de nouveaux relais de croissance. Indépendamment des conditions du secteur local, les banques peuvent être attirées par des marchés offrant des perspectives de croissance attrayantes sur le long terme. La pyramide des âges, le taux de bancarisation du pays et les besoins en infrastructures sont autant de facteurs qui encouragent les banques à s'ouvrir sur l'international.

Pour le cas des banques marocaines, leur processus d'internationalisation opéré depuis plus d'une décennie est amplement justifié par les trois arguments précités. Premièrement, le secteur bancaire marocain est fortement concentré avec une part de marché cumulée des trois premières banques marocaines de plus de 60,0 % à la fois au niveau des crédits et, des dépôts. Face à la décélération de la croissance des revenus, cette configuration du marché a favorisé l'intensification de la concurrence et, par conséquent, une pression durable sur la marge d'intermédiation. Deuxièmement, nous assistons depuis 2010 à une ouverture accélérée des entreprises marocaines sur l'Afrique à travers les opérations de croissance externe, le développement des exportations ou encore le lancement de nouvelles activités. Il s'agit des entreprises opérant dans les secteurs des télécoms, du ciment, des mines, de l'immobilier, de l'agro-alimentaire et du BTP. Enfin, le faible taux de bancarisation des pays africains voisins, le potentiel de croissance de leur activité économique à long terme et la qualité des relations politiques avec le Maroc encouragent les banques marocaines à se positionner sur ces marchés.

Au-delà des motivations économiques, qui nous semblent tout à fait légitimes pour le cas du secteur bancaire marocain, il est intéressant à ce stade de s'interroger sur les motivations boursières. En d'autres termes,

« quel aurait été le risque supporté par les actionnaires dans le cas où les banques marocaines auraient décalé voire renoncé à leur processus d'internationalisation ? ». L'examen de cette question nécessite de dresser une rétrospective du secteur qui met en exergue son processus de développement, d'une part, et l'évolution de ses multiples de valorisation, d'autre part.

*Après une phase de forte croissance des banques au Maroc,...*

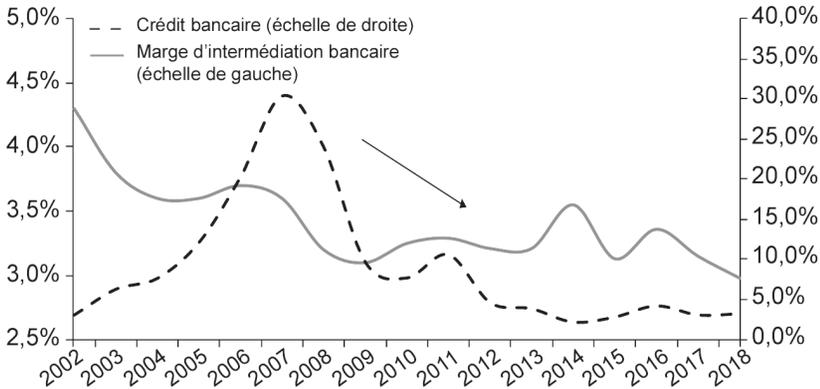
Durant le quinquennat 2004-2008, le rythme de croissance du secteur bancaire au Maroc était deux fois supérieur à celui de l'économie à travers une progression du PNB<sup>9</sup> (produit net bancaire) social des banques de 10,2 % en moyenne annuelle, contre 4,9 % pour le PIB. Cette croissance soutenue s'expliquait par un effet volume important de l'activité de crédit. Celle-ci a crû de 21,5 % en moyenne annuelle durant la même période, portée par la forte dynamique des secteurs de l'immobilier et de l'infrastructure. En effet, face à un déficit en logement estimé à environ 1 million d'unités à l'époque, l'exécutif a mis en place un dispositif important afin d'encourager les promoteurs immobiliers, d'une part, et de soutenir la demande locale, d'autre part. Les principales actions menées concernaient la mobilisation de la réserve foncière, la révision du cadre fiscal et enfin la création de fonds publics de garantie au profit des acquéreurs. Parallèlement, nous avons assisté au lancement d'un vaste programme d'extension du réseau des autoroutes et de développement de l'infrastructure portuaire. Deux principaux indicateurs attestent clairement de cette dynamique. Il s'agit de la consommation du ciment qui affichait une croissance annuelle moyenne de 9,4 % et des mises en chantiers économiques qui ont franchi le cap des 200 000 unités par an, en hausse de 23,4 % durant la période 2004-2008.

126

*...la maturité du secteur présentait un risque de dépréciation des valorisations boursières...*

En se projetant dans le futur vers la fin de 2007, il était évident que la décélération attendue du rythme de croissance des crédits au Maroc impliquerait à terme un alignement naturel de la croissance du secteur bancaire sur celle de l'économie. Ce scénario se justifiait en grande partie par l'achèvement des secteurs de l'immobilier et de l'infrastructure d'un cycle de développement intense. Comme illustré sur le graphique 3 (*infra*), le nouveau profil de croissance des crédits semble de moins en moins en mesure de contrecarrer la tendance baissière de la marge globale d'intermédiation<sup>10</sup>, particulièrement dans un environnement concurrentiel. En reposant uniquement sur le marché domestique, les banques marocaines n'étaient plus en mesure d'assurer à long terme une croissance annuelle supérieure à 5,0 %<sup>11</sup>. Toutefois, les niveaux de valorisation des banques en bourse n'intégraient pas un tel scénario, ce qui présentait un risque considérable pour les actionnaires.

**Graphique 3**  
**Évolution des encours des crédits clientèle vs marge d'intermédiation**  
**du secteur bancaire marocain**



Sources : Banque centrale du Maroc ; AGR.

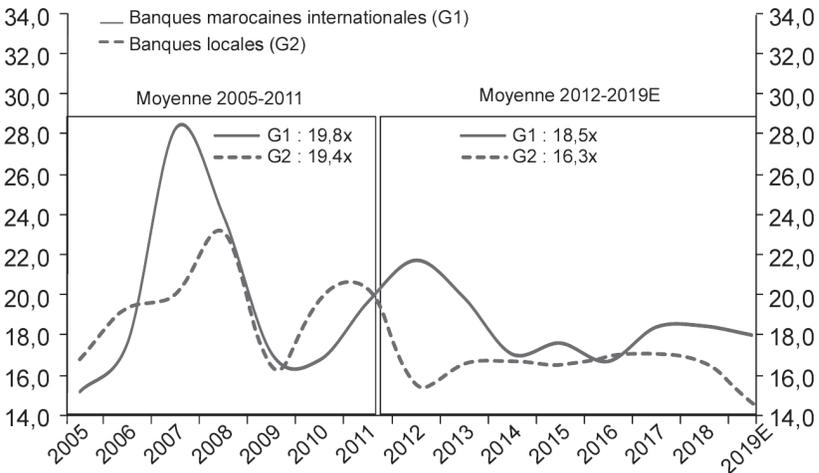
Afin d'illustrer ce risque, nous avons comparé l'évolution du multiple des bénéfices (PER)<sup>12</sup> des banques marocaines internationales (Groupe 1) et celui des banques locales (Groupe 2). L'analyse de l'évolution du PER nous permet de comparer le niveau de valorisation accordé par le marché à chacun de ces deux groupes. Théoriquement, plus le PER est élevé, plus les anticipations concernant la croissance des profits sont élevées, et *vice versa*. À cet effet, le graphique 4 (*infra*) fait ressortir deux principaux constats :

- durant la période 2005-2011, le « Groupe 1 » et le « Groupe 2 » se traitaient à des multiples de valorisation globalement comparables en bourse, soit un PER moyen autour des 19,0x. Selon la perception du marché à l'époque, les banques internationales et les banques locales offraient des perspectives de croissance plus ou moins similaires ;

- à compter de 2011, nous relevons un creusement de l'écart de valorisation en faveur des banques marocaines internationales. En effet, les anticipations de décélération de la croissance du marché domestique ont pesé sur les niveaux de valorisation des banques locales qui ne disposaient pas de relais de croissance. Concrètement, leur PER moyen est passé d'une moyenne de 19,4x durant la période 2005-2011 à environ 14,0x en 2019E, soit une baisse de -28,0 %. À l'opposé, les retombées positives du processus d'internationalisation des banques marocaines leur ont permis de préserver des multiples de valorisation relativement supérieurs, soit autour des 18,0x en 2019E contre une moyenne de 19,8x durant la période 2005-2011. Ce constat atteste que les banques marocaines internationales offrent depuis 2011 des perspectives de croissance nettement meilleures en comparaison aux banques locales.

Dans l'hypothèse d'un décalage dans le temps du processus d'internationalisation des banques marocaines, l'impact sur la valeur des actionnaires aurait été significatif. Dans ce cas de figure, les banques marocaines (Groupe 1) ne pourraient justifier actuellement une prime de valorisation aussi importante par rapport aux banques locales (Groupe 2). Cela impliquerait un réajustement naturel de leur niveau de PER. En s'alignant sur le multiple de valorisation moyen des banques locales en 2019E, les banques marocaines devraient théoriquement se traiter autour d'une capitalisation agrégée de 130,0 MMDH<sup>13</sup> actuellement, soit des décotes respectives de 25,0 % de 30,0 % par rapport à leurs valorisations boursières observées à la fin de décembre 2010 et à la fin d'août 2019.

**Graphique 4**  
Évolution du PER(x) : banques marocaines internationales (Groupe 1) vs banques locales (Groupe 2)



Source : calculs et estimations AGR.

*...poussant les managements des banques à accélérer leur processus d'internationalisation*

Au cours de la dernière décennie, il était donc impératif pour les banques marocaines de rechercher de nouveaux relais de croissance et ce pour préserver en premier lieu l'intérêt de leurs actionnaires. L'analyse des stratégies d'internationalisation déployées nous permet de faire ressortir trois grandes tendances communes chez les banques marocaines. Premièrement, le continent africain est considéré comme une cible à la fois naturelle et prioritaire. En effet, il s'agit d'un marché caractérisé par un faible taux de bancarisation, un système financier en phase de déve-

loppement et un potentiel de croissance important sur le long terme. Aussi l'expansion des entreprises marocaines et le développement des courants d'affaires avec les pays africains incitent les banques marocaines à accompagner cette dynamique. À l'opposé, les autres régions à fort potentiel de développement à l'image de l'Asie et de l'Amérique du Sud présentent plusieurs barrières. Nous citons à titre d'exemples, les contraintes linguistiques, les relations économiques et la taille des investissements nécessaires. Deuxièmement, les pays francophones constituent des cibles privilégiées pour les banques marocaines. Il s'agit principalement de la Tunisie, de la Côte d'Ivoire, du Sénégal, du Burkina Faso, du Mali et de la République du Congo. Ces pays enregistrent des taux de concentration élevés dans les activités internationales des trois groupes bancaires marocains. Leurs quotes parts s'élèvent en moyenne à 69,0 % dans les crédits, 63,0 % dans les dépôts et 60,0 % dans le PNB. Toutefois, avec l'acquisition de Barcalys Egypt en 2017, Attijariwafa bank semble franchir un nouveau cap dans sa stratégie d'internationalisation à travers la pénétration d'un marché anglophone, fortement concurrentiel et de taille importante. À titre indicatif, la population en Égypte représente à elle seule plus de la moitié de l'ensemble des pays de présence du Groupe Attijariwafa bank en Afrique, soit environ 90 millions d'habitants, contre 163 millions respectivement. Troisièmement, les stratégies d'implantation des banques marocaines privilégient davantage les facteurs de stabilité aux dépens du seul critère de rentabilité. Durant leur processus d'internationalisation, les banques marocaines se sont d'abord orientées vers des pays ayant des similitudes avec le modèle marocain, notamment en termes d'inclusion financière, d'émergence de la classe moyenne, d'urbanisation et de régulation. Sur le plan sectoriel, nous relevons un intérêt commun pour les marchés affichant des taux de bancarisation faibles et des environnements d'affaires globalement stables. Les principaux pays de présence ne sont pas forcément les plus rentables de l'Afrique avec un ROE moyen de 16,0 %<sup>14</sup>. Toutefois, ces pays présentent tous, à l'exception de la Tunisie, un taux de pénétration des « crédits bancaires adressés au secteur privé » relativement faible, soit une moyenne de 28,0 % par rapport au PIB<sup>15</sup>.

La stratégie de croissance externe déployée par les banques marocaines depuis plus d'une décennie a abouti à une reconfiguration notable de leurs structures bilancielle et de rentabilité. Le tableau 2 (*infra*) illustre en quelques chiffres cette mutation à travers, d'une part, le quasi-doublement du poids des crédits-Afrique dans les crédits consolidés passant d'une moyenne de 12,3 % à plus de 21,0 % et, d'autre part, la forte progression de la contribution des filiales africaines aux bénéfices consolidés passant d'une moyenne de 6,7 % à 33,0 % durant la décennie 2008-2018.

**Tableau 2**  
**Contribution des activités en Afrique aux indicateurs consolidés**  
**des banques marocaines internationales**

Indicateurs	2008	2018	Évolution
Crédits clients	12,3 %	21,4 %	x1,7
Dépôts clients	12,6 %	23,5 %	x1,9
PNB	22,6 %	34,8 %	x1,5
RNPG	6,7 %	33,0 %	x4,9

Note : moyennes des taux observés au niveau de chaque banque.

Sources : rapports annuels ATW bank, BCP et BMCE BOA ; calculs AGR.

130

Il est important de souligner que ce mouvement d'internationalisation des banques marocaines n'aurait pas eu une telle ampleur sans le désengagement des banques étrangères de l'Afrique, particulièrement les Groupes français. Ainsi, la coexistence de deux visions divergentes vis-à-vis du marché africain a permis la concrétisation d'une série d'opérations stratégiques. Ces dernières ont démarré avec l'avènement de la crise financière en 2008. À cette date, le Crédit Agricole a cédé ses cinq filiales africaines au Groupe Attijariwafa bank, à savoir le Crédit du Congo, la Société Ivoirienne de Banque, la Société Camerounaise de banque, l'Union Gabonaise de banque et le Crédit du Sénégal. La deuxième opération concerne la cession du Groupe français BPCE à la Banque Centrale Populaire de ses participations majoritaires dans quatre de ses filiales africaines courant 2018. Il s'agit de la Banque Internationale du Cameroun pour l'Épargne et le Crédit (BICEC), la Banque Malgache de l'Océan Indien (BMOI), la Banque Commerciale Internationale en République du Congo (BCI) et la Banque Tuniso-Koweïtienne (BTK). Enfin, Barclays a cédé en 2017 la totalité du capital de sa filiale égyptienne au Groupe marocain Attijariwafa bank. Cette opération demeure l'une des plus importantes dans le processus d'internationalisation des banques marocaines. À la date de son acquisition, Barclays Egypt comptait 1 500 employés et affichait à la fin de 2016 un bénéfice au-dessus des 660 millions EGP (livres égyptiennes).

Selon nous, il n'existe pas de stratégie gagnante ou perdante vis-à-vis de l'Afrique. En effet, chaque Groupe bancaire agit dans l'intérêt de ses actionnaires en réalisant en permanence des arbitrages *risque/rentabilité*. Pour le cas des banques internationales, leur désengagement de l'Afrique se justifierait en partie par le durcissement du cadre légal

impliquant une hausse significative des risques par rapport à la rentabilité marginale espérée. Tenant compte de leur poids dérisoire dans le portefeuille monde des grands groupes internationaux, les filiales africaines présenteraient dans le contexte actuel un couple *risque/rentabilité* peu attractif. Dans ces conditions, plusieurs groupes ont jugé opportun d'opérer un recentrage de leurs activités internationales. À ce stade, nous évoquons deux exemples concrets. Le premier concerne les nouvelles règles d'adéquation du capital (Bâle III)<sup>16</sup> qui imposent un renforcement continu des fonds propres par rapport au même périmètre des engagements. Le second est lié au risque de non-conformité qui pèse de plus en plus sur les banques internationales sous la pression des régulateurs. Ces derniers se fixent comme priorité la lutte contre le terrorisme et le blanchiment d'argent. En témoigne, l'amende record de 6,5 M\$ que la justice américaine a infligée en 2014 au Groupe BNP Paribas, accusé d'avoir facilité certaines opérations en dollar à des pays sous embargo, dont le Soudan. Dans ce sens, l'Afrique recèle actuellement plusieurs zones de risque.

Quant aux banques marocaines, celles-ci présentent une situation différente. D'une part, le portefeuille monde des groupes marocains n'offre pas des possibilités d'arbitrages avec d'autres marchés en dehors du continent africain. D'autre part, la contribution des filiales africaines aux bénéficiaires est considérable, soit autour d'un tiers en 2018. Dans ces conditions, la rentabilité marginale espérée justifierait une prise de risque relativement plus importante sur ces marchés.

131

### UNE « SUCCESS STORY » BOURSIÈRE À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE

Sur un horizon long terme, le marché boursier semble le mieux positionné pour évaluer les stratégies d'internationalisation des Groupes marocains. A cet effet, il s'avère intéressant de positionner la rentabilité boursière des banques marocaines par rapport à leurs comparables internationaux. Afin de mener à bien cet exercice, nous avons constitué un *benchmark* de quatre-vingts banques internationales représentant trente-trois pays. Pour des raisons de cohérence, notre échantillon est segmenté en trois *benchmark*. Le *Benchmark* 1 intègre les banques dont la capitalisation boursière varie entre 5 M\$ et 10 M\$, soit trente banques représentant dix-neuf pays. Le *Benchmark* 2 intègre les banques dont la capitalisation boursière varie entre 10 M\$ et 20 M\$, soit vingt-cinq banques représentant dix-sept pays. Enfin, le *Benchmark* 3 intègre les banques dont la capitalisation varie entre 20 M\$ et 50 M\$, soit vingt-cinq banques représentant seize pays.

À l'analyse du graphique 5 (*infra*) et du tableau 3, nous ressortons avec trois messages clés au sujet de la rentabilité boursière :

- les banques marocaines se distinguent brillamment sur des horizons de placement long terme. Celles-ci affichent une rentabilité boursière en dollar de 13,4 % par an sur une période de quinze ans (2004-2018). Ce niveau de rentabilité est deux fois supérieur aux banques internationales qui ont affiché une rentabilité annuelle moyenne de 6,8 % durant la même période ;

- la variation annuelle de la rentabilité boursière des banques marocaines a été incontestablement la plus faible sur des horizons de dix ans (2009-2018) et de cinq ans (2014-2018). Il s'agit d'un écart type de 16,8 % sur dix ans et de 14,2 % sur cinq ans, contre des moyennes respectives de 23,7 % et de 16,3 % pour les banques internationales. Pour rappel, ces deux périodes ont été marquées par une forte volatilité des marchés financiers à l'international sous l'effet de la crise financière de 2008 et de la crise de dette souveraine en Europe à compter de 2012 ;

- le risque de change a pesé sur la rentabilité des banques internationales durant la période 2014-2018 (cinq ans). La dépréciation des différentes devises face au dollar a coûté aux banques internationales -3,1 points par an en termes de rentabilité, passant d'une moyenne de 4,8 % en monnaie locale à 1,7 % en dollar. À l'opposé, la résilience relative du dirham face au dollar avec une dépréciation annuelle moyenne de -2,8 % durant la même période a permis aux banques marocaines de dégager une rentabilité boursière en dollar nettement plus élevée de 5,4 %.

132

**Tableau 3**  
**Comparatif des rentabilités boursières annuelles moyennes**  
**en monnaie locale**

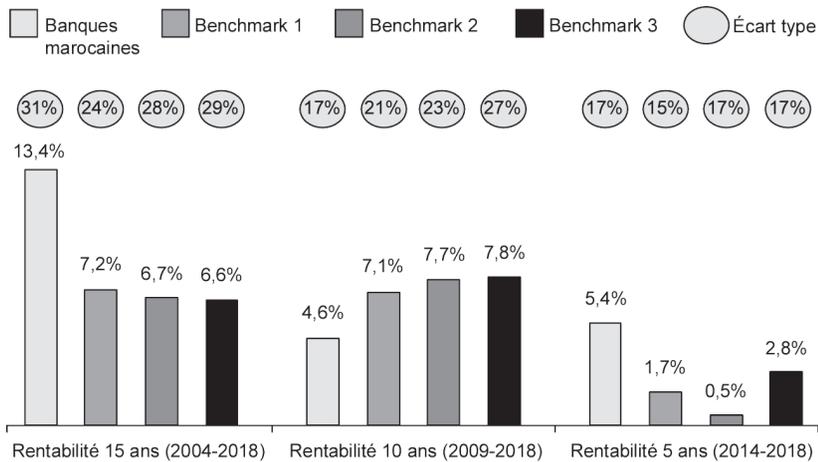
Année de référence 2018	Banques marocaines internationales			Moyenne <i>Benchmark</i> (1-2-3)		
	15 ans	10 ans	5 ans	15 ans	10 ans	5 ans
Rentabilité						
En monnaie locale	13,9 %	6,2 %	8,2 %	7,4 %	8,8 %	4,8 %
En dollar	13,4 %	4,6 %	5,4 %	6,8 %	7,5 %	1,7 %
Écart	-0,5 pt	-1,5 pts	-2,8 pts	-0,6 pts	-1,3 pts	-3,1 pts

Sources : Bloomberg ; calculs AGR.

Il est évident que la rentabilité boursière offerte par les banques marocaines internationales serait difficilement défendable et ce en l'absence d'un niveau de liquidité adéquat qui répond aux exigences des investisseurs étrangers. À cet effet, il est important de souligner que les

titres cotés des trois banques marocaines sont parmi les plus liquides sur le plan local et régional. Plus en détail, les valeurs ATW bank, BCP et BMCE BOA affichent durant la période 2014-2018 des volumes moyens quotidiens simples sur le marché central de respectivement 2,9 M\$, 1,2 M\$ et 1,0 M\$. De plus, ces valeurs s'accaparent à elles seules 34,0 % des volumes de transactions échangés sur le marché boursier marocain durant la même période, soit 6,3 MM\$. Le niveau de liquidité correct de ces titres est justifié par plusieurs facteurs, à savoir : la présence d'actionnaires de référence internationale dans le tour de table, la représentativité élevée dans l'indice de référence des gérants de fonds à l'international à travers un poids de 34,0 % dans le MSCI FM Maroc et enfin un taux de flottant en bourse de leur capital de respectivement 17,0 %, 14,0 % et 16,5 %.

**Graphique 5**  
**Comparatif des rentabilités boursières annuelles moyennes en dollar vs écarts types des rentabilités boursières**



Sources : Bloomberg ; calculs AGR.

La capacité des banques marocaines à surperformer sur le long terme les groupes internationaux en termes de rentabilité boursière attesterait de la pertinence de leur modèle de développement. Cette distinction est appréciable dans la mesure où le secteur bancaire se retrouve toujours en première ligne face aux crises économiques, à l'instabilité sociopolitique et au durcissement continu du cadre réglementaire. Selon nous, quatre facteurs clés de succès seraient à l'origine de cette performance.

*Un savoir-faire managérial avéré*

Durant la dernière décennie, les banques marocaines ont réussi à mettre en place un nouveau modèle de croissance à l'international basé

sur un savoir-faire de plus d'un siècle. Cette qualité managériale se reflète via trois constats. Premièrement, les groupes bancaires marocains se distinguent par une maîtrise de leurs frais généraux. En dépit de leur expansion africaine et de la pression des investissements liés à la digitalisation, le coefficient d'exploitation<sup>17</sup> moyen des banques marocaines demeure globalement maîtrisé autour de 50,0 %. Deuxièmement, le *track-record* en termes d'acquisitions en Afrique au cours des deux dernières décennies est un indicateur révélateur à la fois de la pertinence et de la rigueur du processus de *due diligence*<sup>18</sup>. Il s'agirait selon nos estimations d'un ratio moyen de 2/10, soit deux acquisitions sur une dizaine de cibles potentielles. Troisièmement, l'exportation du modèle marocain en Afrique est intransigeante quant à la centralisation de certaines fonctions clés au sein de la banque, à savoir : (1) le *risk management* afin de maîtriser les risques de crédit et de non conformité, (2) le *capital management* pour sécuriser les remontées de dividendes des filiales, (3) l'*audit* afin de s'assurer de la qualité de la gestion et enfin (4) le *système informatique* qui est monitoré par une seule équipe et permet une mutualisation des coûts.

#### *Un modèle de développement non dilutif pour l'actionnaire*

134

Le recours à des augmentations de capital fréquentes pour financer la croissance externe n'est pas toujours appréciable par les marchés financiers. En effet, les actionnaires minoritaires en bourse pourraient subir des dilutions importantes dans le cas où ils ne participeraient pas à ces opérations. Pour le cas des banques marocaines, nous relevons que leur stratégie d'internationalisation n'a pas eu un impact dilutif sur les actionnaires minoritaires. Cela est lié en grande partie à la solidité de leur bilan et à la soutenabilité de leur niveau de profitabilité leur permettant de financer leur développement via l'autofinancement, les émissions obligataires ou encore les cessions d'actifs. L'exemple du Groupe Attijariwafa bank en témoigne. Durant la période 2008-2018, la croissance du RNPG<sup>19</sup> de 6,2 % en moyenne annuelle s'est clairement reflétée sur le BPA<sup>20</sup> qui a crû de 5,3 %. À noter que cette faible dilution (6,2 % *vs* 5,3 %) provient des propositions ponctuelles de conversion des dividendes en actions et des offres publiques de vente réservées au personnel de la banque.

#### *Une politique de dividende régulière sur le long terme*

Les banques marocaines adoptent depuis quinze ans déjà une politique de distribution à la fois claire et régulière. Durant la période 2003-2018, le dividende par action a crû de 11,3 % en moyenne annuelle. Parallèlement, aucune baisse du dividende n'a été constatée durant cette période. Sur un horizon long terme, la régularité du

dividende est un acquis considérable de la rentabilité boursière des groupes marocains. Il est à noter que les investisseurs institutionnels, particulièrement les caisses de retraite et les sociétés d'assurance, accordent un intérêt majeur pour ce profil de titres en bourse.

#### *Un environnement de change peu volatil*

Les fluctuations des devises semblent devenir un paramètre de plus en plus déterminant de la rentabilité boursière, particulièrement au sein des marchés émergents. Dans un contexte marqué par une volatilité accrue du marché des changes, la résilience de la devise marocaine a été brillamment soulignée au cours de la période 2014-2018. Cela s'explique par le régime de change intermédiaire de parité fixe pratiqué au Maroc et qui repose sur un rattachement du dirham à un panier de monnaies reflétant la structure de ses échanges extérieurs, soit 60 % en euro et 40 % en dollar. La corrélation négative entre l'euro et le dollar permet ainsi d'assurer une certaine résilience du dirham. Celle-ci explique en partie la surperformance des banques marocaines par rapport à leurs comparables internationaux durant la période 2014-2018 (cf. tableau 3 *supra*).

### CONCLUSION

135

Nous pouvons avancer que notre analyse de l'internationalisation des banques marocaines nous a permis de mettre la lumière sur un certain nombre d'aspects jusqu'à présent sous-explorés. Par ailleurs, l'idée centrale de notre article consiste à démontrer comment les groupes marocains ont pu développer sur le long terme un modèle bancaire à la fois pertinent et créateur de valeur pour les actionnaires.

Ce processus d'internationalisation entamé depuis plus d'une décennie semble aujourd'hui derrière les groupes bancaires marocains. Ces derniers se positionnent désormais dans une phase de consolidation des acquis avec comme principaux défis la soutenabilité de la croissance organique des filiales africaines, le renforcement du dispositif de gestion des risques et la digitalisation croissante de la relation client. Ces éléments constitueraient à l'avenir des pistes de réflexion intéressantes.

### NOTES

1. La contribution des filiales africaines aux bénéfices est calculée sur la base des moyennes arithmétiques des taux observés au niveau des trois groupes bancaires marocains en 2008 et 2018 (ATW bank, BCP, BMCE BOA).

2. Notre *benchmark* est composé de 80 banques internationales cotées. Ces dernières ont été sélectionnées via la plateforme Bloomberg avec une capitalisation boursière comprise entre 5 M\$ et 50 M\$.

3. Voir l'article paru le 19 février 2019 sur le site <https://www.lemonde.fr>.
4. Voir l'article paru le 14 septembre 2001 dans *L'économiste*, édition n° 1101 : <https://www.leconomiste.com>.
5. La rentabilité financière connue sous le ROE est calculée comme suit : bénéfice/fonds propres.
6. La rentabilité boursière annuelle tient compte de la variation du cours de l'action en bourse et du cumul des dividendes perçus tout au long de la période de placement.
7. Voir l'article paru le 11 janvier 2017 sur le site : <https://www.lemonde.fr>.
8. BMCE Bank of Africa est amenée selon son management à changer de nom pour devenir Bank of Africa (BOA).
9. Le PNB mesure l'activité d'une banque en agrégeant trois postes : la marge d'intermédiation, les commissions et le résultat des activités de marché.
10. La marge globale d'intermédiation est le résultat des banques sur l'activité de prêt. Cette marge tient compte du coût des ressources et des rendements moyens des crédits.
11. Le taux de croissance long terme de 5 % est équivalent à l'évolution normative du PIB majoré d'une faible inflation.
12. Le multiple des bénéfices est calculé comme suit : capitalisation boursière/bénéfices. Notre PER est retraité des valeurs non significatives observées durant certaines périodes et tient compte du poids de la capitalisation des banques.
13. La capitalisation théorique des banques marocaines, n'intégrant pas l'effet internationalisation, est calculée sur la base d'un RNPG 2019 réalisé uniquement au Maroc et d'un PER normatif de 14,3x relatif aux banques locales.
14. Sources : Findex ; Banque mondiale.
15. Sources : Findex ; Banque mondiale.
16. En réponse à la crise financière, le comité de Bâle a présenté en 2010 la réforme « Bâle III ». Cette réforme prévoit un renforcement du niveau et de la qualité des fonds propres ainsi qu'une gestion accrue des risques de liquidité.
17. Le coefficient d'exploitation d'une banque est calculé comme suit : charges d'exploitation/PNB. D'un point de vue stratégique, cet indicateur est souvent utilisé pour évaluer le management.
18. La *due diligence* est l'audit d'acquisition d'une cible, effectué par l'acquéreur potentiel afin de limiter certains « risques d'acquisition » inhérents à la cible.
19. Le résultat net part du groupe (RNPG) est la quote-part des bénéfices revenant à la banque et ce après déduction des participations minoritaires au niveau de ses filiales.
20. Le bénéfice par actions (BPA) est calculé comme suit : bénéfices revenant aux actionnaires/nombre d'actions.

## BIBLIOGRAPHIE

- AGNES L. (2013), « Quel avenir pour la banque universelle ? Une analyse empirique appliquée à la zone euro », *Revue d'analyse économique*, vol. 89, n° 1, mars.
- BANQUE AFRICAINE DE DÉVELOPPEMENT (2018), *Perspectives économiques en Afrique 2018*, janvier.
- BERNARD M. (2009), « Banque universelle ou banque spécialisée : quel modèle pour le secteur bancaire ? », article paru le 1<sup>er</sup> décembre 2009 sur le site [Finyear.com](http://Finyear.com).
- BRAHIM M. et SAÏD A. (2009), « La rentabilité des banques et ses déterminants : cas du Maroc », GREF, *Working Paper*, n° 462, février.
- CNUCED (2013), « Le développement économique en Afrique. Commerce intra-africain : libérer le dynamisme du secteur privé », Conseil du commerce et du développement, Soixantième session Genève, 16 au 27 septembre.

JAN S. et BERNHARD S. (2013), « La banque universelle : un modèle menacé malgré son succès », *Revue d'économie financière*, n° 112, pp. 125-158.

McKINSEY (2018), *L'éveil des lions : croissance et innovation dans l'industrie bancaire de détail en Afrique*, février 2018.

ROYAUME DU MAROC (2019), *Le positionnement du secteur bancaire marocain en Afrique : réalité et perspectives de renforcement*, ministère de l'Économie et des Finances, mai.

