

ROYAUME DU MAROC



RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

EXERCICE 2018 | NUMERO 6

ROYAUME DU MAROC



RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

EXERCICE 2018 | NUMERO 6

PRÉAMBULE

L'année 2018, dernière année de la feuille de route triennale 2016-2018 adoptée au titre de la stabilité financière, a connu des avancées importantes aussi bien sur le plan du renforcement du cadre analytique qu'en matière de modélisation des outils et instruments macroprudentiels. Ces avancées ont bénéficié de la coordination fructueuse inter-autorités et avec la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE), visant à renforcer la surveillance macroprudentielle et à maintenir la stabilité financière.

Au plan de la gouvernance, le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS)¹ a tenu ses réunions semestrielles au cours desquelles, il a eu à examiner la cartographie des risques systémiques, dresser le bilan des réalisations 2016-2018 et valider la nouvelle feuille de route de stabilité financière couvrant la période 2019-2021. Celle-ci est articulée autour de cinq axes portant sur la consolidation du cadre légal et réglementaire, le renforcement du cadre analytique, la mise en place de la politique macroprudentielle, la résolution et la gestion de crises ainsi que la surveillance des risques émergents. Ce dernier axe comporte, en particulier, les projets lancés par les différentes autorités, en matière de régulation et de suivi des nouveaux risques liés principalement à la cybersécurité et à l'utilisation des innovations technologiques ainsi qu'aux risques climatiques en lien avec le développement de la finance verte.

Sur le volet analytique, Bank Al-Maghrib a déployé le cadre d'analyse des interactions entre les politiques monétaire et macroprudentielle et a mis en place, depuis le lancement de la transition vers un régime de change plus flexible, un dispositif d'analyse des risques inhérents à cette réforme. Elle a également lancé conjointement avec le Département des Finances un projet d'analyse des interactions de la politique macroprudentielle avec les autres instruments de la politique macro-économique et a entamé, avec l'appui technique du Fonds Monétaire International (FMI), un chantier de renforcement des exercices de stress test macro du secteur bancaire. Ce projet consiste, en particulier, à améliorer le cadre de modélisation pour la conception de scénarii extrêmes simulant une détérioration des conditions macroéconomiques et pour le développement de modèles satellites liant les facteurs de risques bancaires aux variables macroéconomiques. La Banque a aussi revu, avec l'assistance technique du FMI, le processus d'élaboration des indicateurs de solidité financière servant aux analyses macroprudentielles et ce, conformément aux standards internationaux. Elle s'est attelée, par ailleurs, aux côtés des autres régulateurs à l'élaboration d'un premier projet de circulaire conjointe relative à la surveillance des conglomerats financiers et des risques qui leur sont associés.

¹ Comité institué par la loi n°103-12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés

S'agissant des instruments macroprudentiels, et après avoir introduit la base réglementaire et analytique du coussin de fonds propres contracycliques et défini le cadre méthodologique de calibrage de la surcharge en fonds propres applicable aux banques d'importance systémique, la Banque a poursuivi les travaux de collecte des données et de mise en œuvre des fondements analytiques visant le déploiement d'instruments sectoriels liés au marché immobilier et aux ménages.

Concernant le secteur des assurances et dans le cadre de la préparation du dispositif prudentiel de Solvabilité Basée sur les Risques (SBR), une étude d'impact quantitative de ce nouveau référentiel a été réalisée. Elle a porté principalement sur le bilan prudentiel des entreprises d'assurances et de réassurance valorisé selon la vision économique prévue par le projet de circulaire de SBR. Cette étude a été également l'occasion pour recueillir et collecter les données nécessaires pour calibrer les capitaux de solvabilité requis, relatifs aux différents modules de risques prévus par ledit projet.

Pour sa part, l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) a adopté une dynamique d'amélioration continue de sa démarche d'appréciation des risques systémiques et ce, compte tenu de la spécificité de cette catégorie de risques à caractère évolutif. Les améliorations réalisées en 2018 ont concerné tant le cadre organisationnel que le cadre analytique. Sur le plan organisationnel, une nouvelle procédure de gestion des risques systémiques a été mise en œuvre visant le renforcement de la contribution des parties prenantes internes. Concernant le cadre analytique, il a été amélioré par la mise en place de nouveaux indicateurs.

En matière de résolution bancaire et de gestion de crise, les travaux de mise en place d'un dispositif conforme aux standards internationaux se poursuivent conjointement par Bank Al-Maghrib et la DTFE et avec l'appui technique de la Banque mondiale. Dans ce cadre, les propositions d'amendements législatifs, notamment, de la loi portant Statut de Bank Al-Maghrib et de la loi bancaire ont été élaborées.

Sur le volet de communication, l'année 2018 a été marquée par la publication des communiqués de presse des sessions du CCSRS ainsi que du 5^{ème} numéro du rapport annuel sur la stabilité financière. Dans le même sillage, les travaux de préparation de la troisième édition du symposium régional sur la stabilité financière ont été entamés. L'organisation de ce symposium, conjointement entre les trois régulateurs et le Ministère de l'Économie et des finances, est institutionnalisée tous les deux ans, la prochaine édition étant prévue en 2019.

* * * * *

Le présent rapport sur la stabilité financière a été élaboré par les autorités de régulation du système financier. Il s'articule autour de quatre chapitres retraçant respectivement :

1. les principaux développements macroéconomiques aux plans international et national, les risques associés et leurs incidences sur le système financier ;
2. la situation financière des agents non financiers et leur aptitude à respecter leurs obligations vis-à-vis du système financier ;
3. l'évaluation de la solidité des institutions financières et leur résilience, à travers l'analyse des principaux risques afférents aux secteurs bancaire, assurantiel et celui des régimes de retraite, avec un focus sur les risques émergents liés aux innovations technologiques et au climat ;
4. les évolutions des marchés de capitaux et des infrastructures de marché, tout en mettant l'accent sur l'évaluation des risques majeurs pesant sur la stabilité des marchés et des infrastructures d'importance systémique.

Une synthèse générale précède ces développements et donne une vue d'ensemble des principales tendances économiques et financières observées en lien avec la stabilité financière.

SOMMAIRE

SYNTHÈSE GÉNÉRALE	9
CHAPITRE 1 : DEVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES.....	15
I.1 ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL.....	18
I.2 DÉVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES DOMESTIQUES	25
CHAPITRE 2 : SITUATION FINANCIÈRE DES AGENTS NON FINANCIERS ..	33
II.1 MÉNAGES	36
II.2 ENTREPRISES NON FINANCIÈRES.....	50
CHAPITRE 3 : SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES	67
III.1 SECTEUR BANCAIRE	71
III.2 SECTEUR DES ASSURANCES	91
III.3 REGIMES DE RETRAITE.....	107
III.4 INTERCONNEXIONS ENTRE LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES.....	111
A. Interconnexions interbancaires sur le marché domestique	111
B. Interconnexions entre les banques et les compagnies d'assurances.....	111
C. Interconnexions entre les banques et leurs filiales à l'étranger	113
III.5 ENJEUX LIÉS AUX INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES FINANCIÈRES ET AU DÉVELOPPEMENT DE LA FINANCE VERTE.....	115
III.6 POLITIQUE ET INSTRUMENTS MACROPRUDENTIELS	125
A. Instruments de fonds propres	125
B. Ratio « prêt sur valeur » relatif au crédit à l'habitat	126
C. Indicateurs de solidité financière	128

SOMMAIRE

CHAPITRE 4 : MARCHES DE CAPITAUX, INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ ET MONNAIE FIDUCIAIRE	133
IV.1 MARCHÉS DE CAPITAUX	137
A. Marchés monétaire et obligataire	137
B. Marché boursier	150
C. Activité de la gestion d'actifs	160
D. Marché des prêts de titres	176
E. Investisseurs.....	182
IV.2 INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	186
A. Système des Règlements Bruts du Maroc (SRBM)	187
B. Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation (SIMT)	189
C. Système de Règlement-Livraison des titres (Maroclear).....	191
D. Systèmes de cotation et de compensation de la Bourse des valeurs de Casablanca.....	193
IV.3 MONNAIE FIDUCIAIRE	196
LISTE DES ABRÉVIATIONS.....	205

SYNTHÈSE GÉNÉRALE

Dans une conjoncture internationale peu favorable, les risques liés à la position extérieure demeurent à un niveau moyen malgré la détérioration du compte courant

Dans un contexte de tensions commerciales, d'incertitudes politiques et de durcissement des conditions financières, l'environnement international en 2018 s'est caractérisé par la décélération de la croissance mondiale revenant à 3,6% et par l'accroissement sensible de la volatilité des marchés financiers. Selon les prévisions du FMI, cette atonie de l'activité risque de perdurer en lien notamment avec la persistance des incertitudes liées au Brexit et aux conflits géopolitiques ainsi qu'avec le ralentissement de la croissance aux États-Unis suite à la dissipation des effets de relance budgétaire.

Au plan national, les risques liés à la position extérieure demeurent à un niveau moyen, en dépit du creusement du déficit du compte courant, qui s'est établi à 5,5% du PIB après 3,4% en 2017. Le dynamisme des exportations, notamment celles des phosphates & dérivés, n'a pas compensé la baisse nette des transferts publics et privés, et la hausse des importations. Compte tenu des autres éléments de la balance des paiements, les réserves internationales nettes (RIN) se sont établies à 230,7 milliards de dirhams, couvrant l'équivalent d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

Selon les projections de Bank Al-Maghrib, le déficit du compte courant devrait s'améliorer progressivement entre 2019 et 2020. Aussi et tenant compte des sorties prévues du Trésor à l'international et des entrées de dons du Conseil de Coopération du Golfe (CCG), les RIN devraient augmenter en 2019 et continueraient d'assurer sur l'horizon de prévision plus de 5 mois d'importations.

L'activité économique nationale s'est caractérisée par la poursuite de la lente reprise des activités non agricoles et la volatilité des activités agricoles

La croissance économique nationale a décéléré à 3% après 4,2% un an auparavant, recouvrant une progression limitée des activités non agricoles à 2,6% au lieu de 2,9% et un accroissement de la valeur ajoutée agricole à 4% après 15,2% en 2017.

Du côté de la demande et contrairement à l'année dernière, sa composante extérieure a contribué négativement à la croissance à hauteur de 1,3 point de pourcentage alors que la participation de sa composante intérieure est passée de 3,9 à 4,3 points, grâce en particulier, à l'accélération du rythme de l'investissement.

S'agissant des perspectives économiques, la contreperformance du secteur agricole devrait ramener l'accroissement du PIB global à un rythme inférieur à 3% en 2019. En revanche, la croissance devrait s'accélérer à 4% en 2020 tirée, notamment, par la poursuite de la reprise des activités non agricoles.

La consolidation budgétaire a enregistré un certain ralentissement et l'endettement du Trésor a connu une légère hausse

Le déficit budgétaire s'est établi à 3,7% du PIB, s'inscrivant dans un niveau supérieur à la fois aux prévisions de la loi de finances (3%) et à la réalisation de l'année précédente (3,5%). Le ralentissement du rythme d'ajustement budgétaire reflète, du côté des recettes, une baisse importante des rentrées des dons des pays du CCG, et, du côté des dépenses, une hausse des charges au titre des autres biens et services et de la compensation².

Dans ces conditions et tenant compte, notamment, de la reconstitution du stock des dépenses en instance de paiement (3,2 milliards de dirhams), le besoin de financement du Trésor a été essentiellement couvert par des ressources intérieures. En conséquence, l'encours de la dette du Trésor a augmenté de 4,4% pour s'établir à 722,7 milliards de dirhams. Rapportée au PIB, cette dette s'est légèrement accentuée passant d'une année à l'autre de 65,1% à 65,3% recouvrant une hausse de sa composante intérieure de 50,7% à 51,9% et une baisse de sa composante extérieure de 14,4% à 13,4%.

Les projections de Bank Al-Maghrib indiquent une poursuite du creusement du déficit budgétaire à 4,1% en 2019, en lien notamment avec l'impact de l'accord conclu dans le cadre du dialogue social, avant son allègement à 3,8% en 2020. Quant au ratio de la dette du Trésor sur le PIB, il devrait augmenter à 66% avant de s'infléchir en 2020.

Poursuite du ralentissement du crédit bancaire destiné aux entreprises non financières particulièrement celles du secteur privé, avec des niveaux encore élevés à la fois des créances en souffrance et des délais de paiement inter-entreprises

La dette financière des entreprises non financières a poursuivi son ralentissement, enregistrant en 2018 une croissance faible de l'ordre de 1,8%, pour s'établir à 68,6% du PIB. Ce ralentissement est tiré pour les entreprises publiques par le repli de leur composante extérieure de 1% et la décélération de leur dette bancaire. Quant aux entreprises privées, leur endettement financier s'est atténué d'une année à l'autre de 2,1% à 1,5% sous l'effet essentiellement de la nette décélération de leur dette bancaire en lien avec la faible dynamique des activités non agricoles.

² Les charges de compensation ont connu une hausse importante suite à l'appréciation des cours du gaz butane.

Le montant global des créances en souffrance des entreprises non financières a légèrement augmenté ramenant leur taux de défaut à près de 10%, soit un niveau qui demeure encore élevé.

Une étude portant sur un échantillon de plus de 74.400 entreprises non financières dont les données ont été fiabilisées, cumulant un chiffre d'affaires de 918 milliards de dirhams et une dette financière de 375 milliards de dirhams, montre que leurs délais de paiement continuent globalement d'afficher des niveaux préoccupants, particulièrement, en ce qui concerne la TPE et certains secteurs d'activité, notamment, « l'industrie extractive », la « construction », les « transports et entreposage » et « l'industrie manufacturière ». Il importe, toutefois, de signaler que la poursuite des efforts engagés par les autorités publiques pour faire face à cette situation, conjuguée à une mobilisation collective du tissu économique, notamment le secteur privé, seraient à même d'atténuer cette problématique durant les prochaines années.

S'agissant des ménages, leur dette, orientée majoritairement vers l'acquisition de biens immobiliers, s'est établie à 342 milliards de dirhams, en progression de 6,1% en 2018. Rapportée au PIB, elle est demeurée globalement stable comparativement aux cinq dernières années et s'est établie aux alentours de 31%. En revanche, le montant des créances en souffrance détenu sur les ménages s'est accru significativement, ramenant le taux de défaut à 7,8% en 2018 au lieu de 7,3% une année auparavant.

Dans un environnement porteur de risques, le secteur financier continue de disposer d'un bon niveau de capitalisation et demeure rentable

Les banques sont parvenues à dégager un résultat net de 11,2 milliards de dirhams, en hausse de 2,9% après le rebond de 17,6% enregistré en 2017. Cette évolution recouvre essentiellement une augmentation de la marge d'intérêt de 4,3% et celle sur commissions de 5,3%, atténuée par le repli des résultats sur opérations de marché et la hausse significative du coût de risque de 15,9%³. Compte tenu de ces évolutions, la rentabilité des actifs des banques (ROA) s'est établie à 0,9% et celle des fonds propres à 9,5%.

Au plan de la capitalisation, les banques continuent d'afficher des fonds propres supérieurs aux minimas réglementaires. Le ratio de solvabilité moyen des banques s'est élevé à 14,7% contre 13,8% en 2017 et le ratio de catégorie 1 s'est maintenu à 10,9% pour des minimas réglementaires de 12% et 9%. S'agissant de la qualité des actifs, les créances en souffrance des banques se sont accrues de 3,7% et leur taux de défaut moyen s'est établi à 7,3% contre 7,5% en 2017 .

³ Le coût du risque a absorbé 32,8% du Résultat Brut d'Exploitation.

En ce qui concerne la liquidité des banques, le besoin s'est de nouveau accentué en 2018, sous l'effet cumulé de la hausse importante de la circulation fiduciaire et de la diminution des réserves de change. Dans ces conditions, le recours aux avances de la Banque centrale a progressé de près de 21 milliards de dirhams par rapport à l'année 2017.

Les exercices de stress tests réalisés confirment globalement la résilience des banques marocaines face aux chocs simulant la détérioration des conditions macroéconomiques, de leurs expositions intra-financières et de celles émanant de leurs filiales implantées à l'étranger. Elles restent, toutefois, vulnérables aux chocs potentiels susceptibles d'impacter la qualité du crédit de leurs plus grandes contreparties.

S'agissant du secteur des assurances, le volume global des primes a atteint un montant de 43,1 milliards de dirhams, en progression de 6% contre 9,1% une année auparavant. Les résultats nets ont en revanche diminué, passant de 3,8 à 3,5 milliards de dirhams, sous l'effet d'une baisse de la marge d'exploitation et du solde financier. Le rendement des capitaux (ROE) reste néanmoins à un niveau appréciable de 9,4% (contre une moyenne sur les cinq dernières années de 9,7%). Quant aux plus-values latentes, elles ont enregistré un recul de 20,3% en lien essentiellement avec la contreperformance du marché boursier en 2018 conjuguée à une légère dépréciation du compartiment obligations. S'agissant du ratio rapportant les actifs liquides des entreprises d'assurances à leurs passifs exigibles, il s'est établi à 273%, contre 269% en 2017.

La marge de solvabilité s'est située à 414% contre 449% un an auparavant (soit plus de quatre fois le minimum réglementaire requis). Ne couvrant que le risque de souscription, ces excédents de marge devraient se réduire de manière significative avec le passage vers un régime prudentiel de solvabilité basée sur les risques prenant en compte l'ensemble des risques dans le calcul des fonds propres minimums requis.

Par ailleurs, les exercices de stress tests réalisés ont fait ressortir de nouveau la résilience des entreprises d'assurances aux chocs sur le portefeuille actions et immobilier ainsi que ceux émanant des conditions macroéconomiques.

Concernant les régimes de retraite, la sous-tarifcation des droits acquis dans le cadre de la branche long-terme de la CNSS et du régime général du RCAR conduit à une forte accumulation des dettes implicites (engagements non couverts) des deux régimes. En ce qui concerne le régime des pensions civiles géré par la CMR, sa réforme paramétrique intervenue en 2016 a permis d'équilibrer

sa tarification au titre des droits acquis après 2017. Toutefois, l'importance des engagements du régime au titre des droits acquis avant la réforme menace sa pérennité à court terme, avec un épuisement des réserves projeté pour 2027⁴.

Les composantes du marché des capitaux sont restées stables en 2018, à l'exception du marché boursier

Dans un contexte de taux d'intérêt bas et stables, les émissions des titres de dette privée ont atteint 69,6 milliards de dirhams en 2018, en hausse de 30% par rapport à 2017 et continuent de servir en grande partie le financement du secteur financier. En l'absence de défaut de remboursement des échéances de la dette, le risque de crédit de la dette privée demeure limité.

Le marché boursier a connu une légère reprise des émissions de titres de capital avec un volume de 4,3 milliards de dirhams. La valorisation de la bourse de Casablanca demeure globalement élevée avec un PER maximal de 22,9x qui a été suivi d'une chute de l'indice MASI d'une amplitude de 18%. Cette chute s'est néanmoins étalée sur une durée de 8 mois avec une volatilité globalement limitée. Dans ce contexte, la liquidité est restée structurellement faible et plusieurs sociétés de bourse ont enregistré des pertes compte tenu de la faiblesse de leurs chiffres d'affaires dans un marché fortement concentré. Ces sociétés de bourse gardent cependant une structure financière équilibrée. Les personnes morales marocaines ont été plus actives sur le marché boursier en réalisant près de la moitié des transactions en 2018, contrairement aux personnes physiques marocaines et aux OPCVM.

L'actif net des OPCVM a enregistré une croissance soutenue durant les cinq dernières années pour atteindre 435 milliards de dirhams et reste, toutefois, majoritairement détenu par les institutions financières (plus des trois-quarts). Cette situation engendre une interconnexion importante à caractère systémique entre les institutions financières et le marché des capitaux et fait l'objet, en conséquence, d'un suivi particulier. Les sociétés de gestion d'OPCVM continuent d'afficher une bonne rentabilité et une structure financière équilibrée et ce, en dépit du recul de leurs marges.

S'agissant de l'activité de prêts de titres, le volume a connu une baisse de 29% mais l'encours à fin 2018 ressort en augmentation de 46%. La quasi-totalité des opérations porte sur les Bons du Trésor et est réalisée par les OPCVM et les banques qui demeurent les principaux intervenants sur ce marché. Les prêts de titres sans collatéral constituent toujours la majorité des opérations et requièrent un suivi rapproché en attendant l'entrée en vigueur de l'amendement de la loi sur les prêts de titres qui renforce les exigences en matière de couverture du risque de contrepartie.

⁴ L'augmentation des salaires intervenue en 2019 dans le cadre du dialogue social, devrait permettre de différer d'une année ou de deux l'épuisement de ces réserves.

CHAPITRE 1

DEVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES

APERÇU

Dans une conjoncture internationale peu favorable, les risques émanant des conditions macroéconomiques demeurent à un niveau globalement modéré sensiblement similaire à celui des années précédentes.

Plusieurs incertitudes ont pesé sur la croissance mondiale et ravivé la volatilité sur les marchés financiers. En effet, les inquiétudes quant à l'incidence des mesures protectionnistes adoptées par les États-Unis, les négociations du Brexit et la situation budgétaire en Italie, ont contribué à l'essoufflement de l'activité dans la majorité des pays avancés et émergents, elles ont induit d'importantes fluctuations sur les marchés boursiers et obligataires ainsi qu'une appréciation du dollar face aux différentes monnaies. À moyen terme, la matérialisation des risques quant aux politiques commerciale et monétaire des États-Unis et l'issue du Brexit pourraient accentuer le ralentissement de la croissance et accroître les vulnérabilités auxquelles fait face le système financier mondial.

S'agissant de la croissance nationale, elle s'est caractérisée par un ralentissement de la reprise des activités non agricoles et la poursuite de la volatilité des activités agricoles. Quant aux perspectives économiques, malgré l'amélioration attendue des activités non agricoles, la croissance devrait encore décélérer en 2019 à 2,8% sous l'effet de la contreperformance du secteur agricole avant d'accélérer à 4% en 2020 tirée par la poursuite de la reprise des activités non agricoles.

En dépit de la détérioration du déficit du compte courant à 5,5%, les risques liés à la position extérieure demeurent à un niveau moyen. Les réserves internationales nettes, en baisse de 4,3%, continuent d'assurer la couverture d'un peu plus 5 mois d'importations et devraient rester à ce niveau sur l'horizon de prévision⁵.

Avec un déficit budgétaire de 3,7% du PIB, supérieur à la fois aux prévisions de la loi de finances (3%) et à la réalisation de l'année précédente (3,5%), le processus de consolidation budgétaire ne s'est pas poursuivi après la reprise observée en 2017. En conséquence, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB a légèrement augmenté en passant de 65,1% à 65,3% sous l'effet de la hausse de sa composante intérieure de 50,7% à 51,9% et malgré une baisse de la composante extérieure de 14,4% à 13,4%. Sur l'horizon de prévision, selon Bank Al-Maghrib, le déficit budgétaire devrait se creuser davantage à 4,1% en 2019, en lien avec les retombées du dialogue social, avant de s'alléger à 3,8% en 2020 et en conséquence, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB devrait augmenter à 66% avant de s'infléchir en 2020 à 65,4%.

⁵ Tenant compte des sorties prévues du Trésor à l'international et des entrées de dons CCG

I.1 ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Décélération de la croissance mondiale en 2018

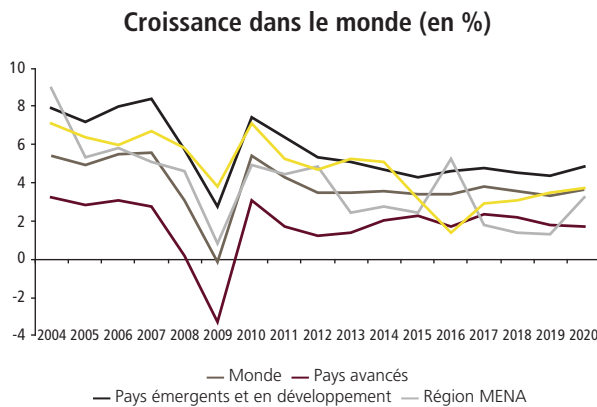
La reprise de l'activité économique mondiale amorcée en 2017, a été freinée sur fond d'une aggravation des tensions commerciales et des incertitudes quant aux politiques économiques. La croissance mondiale est ainsi revenue de 3,8% à 3,6% recouvrant un essoufflement de l'activité économique dans la majorité des pays avancés et une décélération de celle des pays émergents et en développement.

Hormis les États-Unis qui ont enregistré une amélioration de leur croissance de 2,2% à 2,9% en 2018, soutenue par une politique budgétaire expansionniste, l'activité dans l'ensemble des pays avancés a ralenti de 2,4% à 2,2% comme en atteste la décélération de l'accroissement du PIB de 2,4% à 1,8% dans la zone euro, de 1,9% à 0,8% au Japon, de 3% à 1,8% au Canada et de 3,8% à 3% à Hong Kong.

En effet, l'activité dans la zone euro a été pénalisée en 2018 par l'affaiblissement des échanges commerciaux au niveau mondial et par l'impact des facteurs propres à chaque pays, tels que le recul de la demande intérieure en France en lien avec les tensions sociales, les difficultés budgétaires en Italie et l'affaiblissement de la consommation privée en Allemagne combinée à une perturbation de la production automobile. Pour sa part, la croissance au Royaume-Uni a poursuivi son ralentissement, impactée par les inquiétudes quant aux modalités du Brexit, ayant induit une baisse de la consommation et de l'investissement.

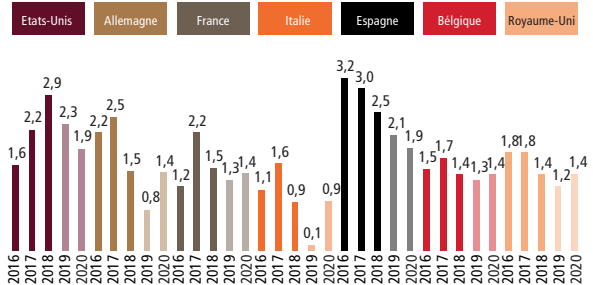
Dans les pays émergents et en développement, la croissance a décéléré de 4,8% à 4,5% en 2018. Cette évolution est principalement attribuable au recul de la croissance dans les pays d'Asie et ceux d'Europe de l'Est. En particulier, l'accroissement du PIB a diminué en Chine de 6,8% à 6,6%, en lien avec les nouvelles mesures douanières américaines et le durcissement des réglementations visant la réduction de l'endettement. Parallèlement, la croissance en Turquie a fortement ralenti (revenant de 7,4% à 2,6% en 2018), desservie par la crise monétaire et l'adoption de politiques économiques restrictives.

S'agissant de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord, le rebond de la croissance dans les pays exportateurs de pétrole a été contrebalancé par la contraction du PIB en Iran suite aux sanctions américaines, ainsi qu'au Yémen et au Soudan consécutivement aux conflits géopolitiques. Au total, la croissance de la région a diminué de 1,8% à 1,4% en 2018.



Source : FMI

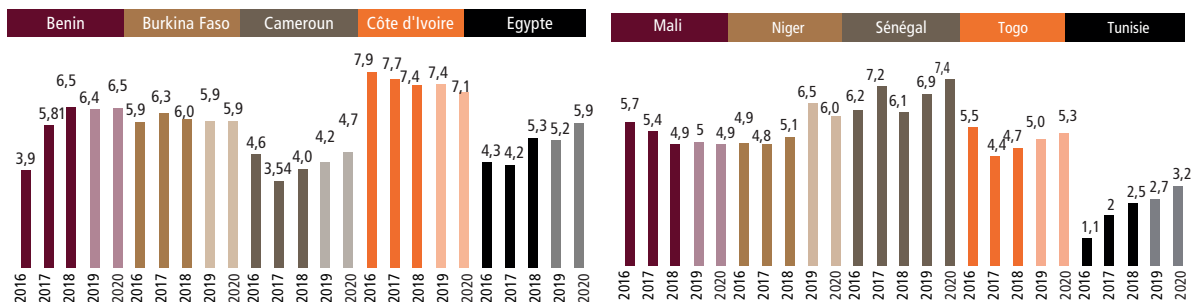
Croissance des États-Unis et des principaux partenaires européens du Maroc (en %)



Une timide reprise dans les pays d’Afrique Subsaharienne

Au niveau de l’Afrique Subsaharienne, la croissance s’est établie à 3% en 2018 après 2,9% en 2017, confirmant la poursuite de la reprise économique amorcée l’année précédente, dans un contexte favorable de hausse des cours des matières premières. La croissance a progressé de 0,1% à 1,7% dans la région CEMAC⁶, de 5,6% à 6,3% dans la communauté d’Afrique de l’Est⁷, alors que dans la zone de l’UEMOA⁸, elle est revenue de 6,6% à 6,3%. En particulier, l’accroissement du PIB s’est amélioré au Rwanda (de 6,2% à 8,6%) et au Nigéria (de 0,8% à 1,9%), alors qu’il a décéléré au Sénégal (de 7,2% à 6,2%), en Afrique du Sud (de 1,4% à 0,8%) et au Mali (de 5,4% à 4,9%).

Croissance des principaux pays de présence des institutions financières marocaines en Afrique (en %)



Source : FMI

6 La Communauté économique et monétaire de l’Afrique centrale est composée de six pays : le Cameroun, la République centrafricaine, la République du Congo, le Gabon, la Guinée équatoriale et le Tchad.

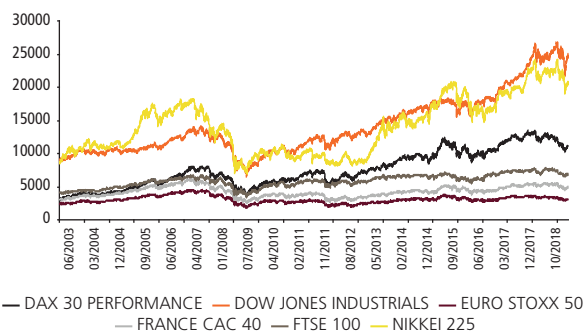
7 La communauté d’Afrique de l’Est est composée de cinq pays : Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzanie et Ouganda.

8 L’Union monétaire ouest-africaine est une zone monétaire regroupant huit pays d’Afrique de l’Ouest : le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d’Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo.

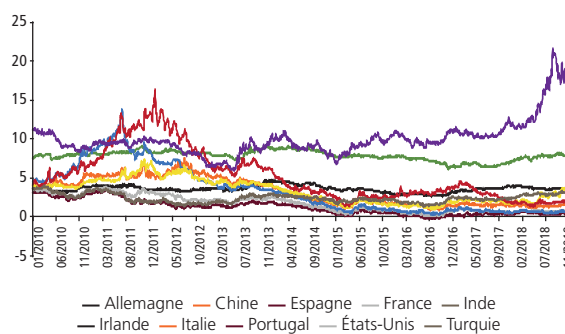
Une volatilité accrue sur les marchés financiers

En 2018, les marchés financiers sont restés tributaires de l'évolution de l'activité économique et des tensions géopolitiques. En effet, la décélération de la croissance au quatrième trimestre, la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, l'incertitude autour de la question du Brexit, la situation budgétaire de l'Italie et le conflit commercial sino-américain ont largement pesé sur les marchés boursiers et obligataires. Ainsi, le Dow Jones Industriel et le NIKKEI 225 ont enregistré des hausses moyennes de 15,2% et 10,4%, tandis qu'EUROSTOXX, le DAX30 et FTSE100 ont reculé respectivement de 3,1%, 1,6% et 0,3% respectivement. Sur les marchés obligataires, le taux souverain des États-Unis a progressé de 58,1 points de base en lien avec la normalisation de la politique monétaire. Pour leur part, les taux souverains ont marqué des baisses dans les principales économies de la zone euro, hormis celui de l'Allemagne qui s'est accru de 10,6 points de base. Au niveau des pays émergents, les taux ont augmenté en Turquie, en Chine et en Inde alors qu'ils ont diminué au Brésil.

Évolution des indices boursiers



Évolution des taux souverains



Source : Datastream

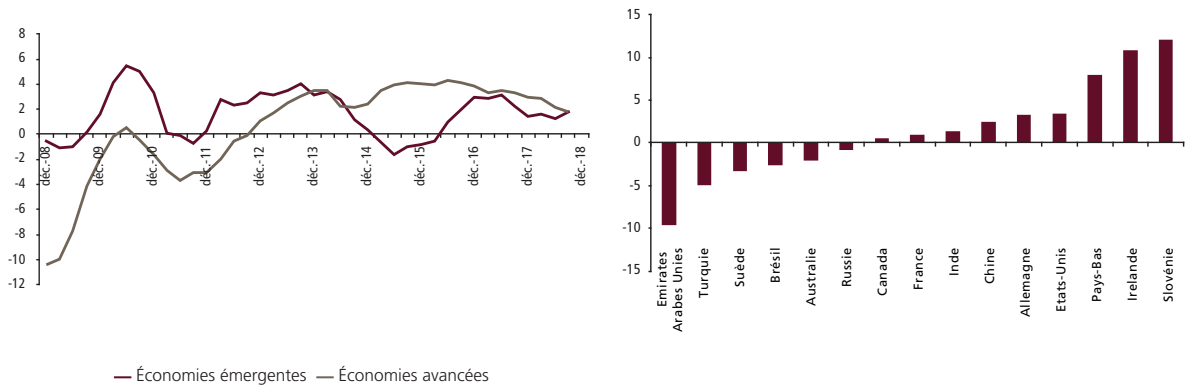
Au niveau du marché de change, les bonnes performances économiques des États-Unis et la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la FED, combinées aux tensions commerciales, se sont soldées par une appréciation du dollar face à l'ensemble des monnaies des pays avancés et émergents.

Tendance globalement baissière des prix de l'immobilier résidentiel

Pour ce qui est des prix de l'immobilier résidentiel, leur hausse s'est globalement atténuée de 3,3% à 2,1% dans les pays avancés, recouvrant un ralentissement au Canada (de 11,6% à 0,4%), en Islande (de 17% à 5,2%) et aux États-Unis (de 3,7% à 3,1%) et une contraction de ces prix

en Australie, en Norvège, en Suisse et en Suède. En revanche, la hausse des prix s’est légèrement accentuée dans la zone euro. Dans les pays émergents, la croissance des prix de l’immobilier résidentiel s’est limitée à 1,7% après 2,4% en moyenne, en lien notamment avec la contraction des prix en Turquie de 6,9% et aux Émirats-Arabes-Unies de 9,6%, et la diminution de leur croissance à 3,2% en Chine et 4,2% au Chili, après 5,4% et 4,5%, respectivement.

Taux de croissance de l’Indice de l’immobilier résidentiel (en%)

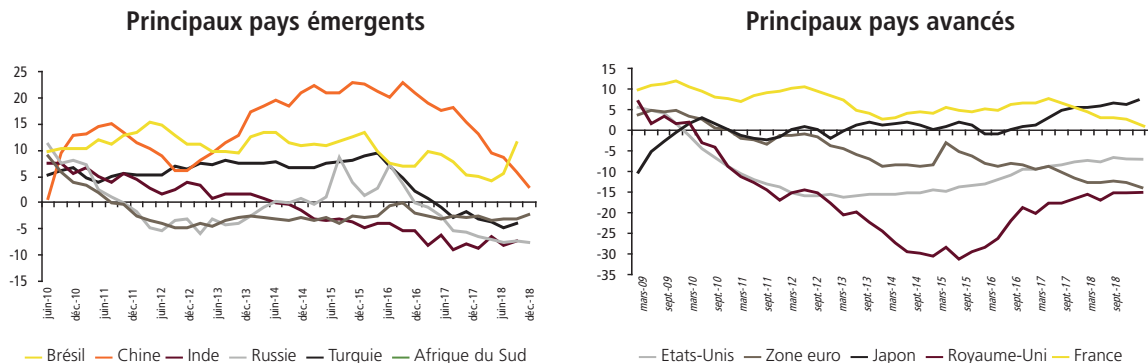


Source : BRI

Les niveaux de l’endettement privé et public continuent d’être élevés

Le niveau d’endettement privé s’est maintenu à des niveaux préoccupants dans plusieurs pays. En effet, certains pays ont enregistré une hausse alarmante de l’endettement reflétant un creusement de l’écart du ratio crédit/PIB, qui est passé entre le quatrième trimestre de 2017 et celui de 2018 de 6,8% à 10,5% au Japon, de 2,2% à 5,4% au Chili et de 5,2% à 6,2% en Argentine. En outre, bien que cet écart ait baissé dans quelques économies, il est demeuré à des niveaux largement supérieurs à 2%, dont la Suisse (9,9%), le Canada (7,8%) Hong Kong (6,7%) et l’Indonésie (6,4%). Dans ce sens, Hong Kong a relevé son ratio du coussin de fonds propres contracyclique (CCB), le portant en janvier 2018 à 2,5% avec une mise en œuvre effective au 1^{er} janvier 2019. En revanche, l’Indonésie et la Suisse ont maintenu leurs ratios de CCB à 0%. Parallèlement, certains pays continuent d’avoir des écarts négatifs du ratio crédit/PIB à l’instar des États-Unis (-6,6%) et le Royaume Uni (-13,8%), attestant d’une évolution contenue de l’endettement du secteur privé.

Évolution de l'écart du ratio crédit/PIB



Source : BRI

L'endettement public s'est globalement amoindri en 2018 dans les pays avancés, bien qu'il persiste à des niveaux élevés. En particulier, le ratio de la dette publique en pourcentage du PIB est revenu de 106,2% à 105,8% aux États-Unis et de 86,8% à 85% dans la zone euro, reflétant principalement une baisse des taux d'intérêt nominaux et une amélioration des soldes primaires. Dans les pays émergents et en développement, la hausse de ce ratio de 48,5% à 50,8% en 2018 a été principalement imputable à l'appréciation du dollar et à l'augmentation des coûts d'emprunt des administrations publiques.

À terme, la stabilité financière mondiale serait davantage tributaire des risques macroéconomiques

Les évolutions futures des conditions économiques et financières à moyen et long terme affectent la stabilité financière dans le monde. La matérialisation des risques liés à la baisse plus importante que prévue de la croissance et au resserrement des conditions financières devraient se traduire par une accentuation des vulnérabilités financières.

Dans le même sillage, les dernières perspectives économiques du FMI, datant d'avril 2019, prévoient un fléchissement de la croissance à moyen terme dans les principaux pays avancés, ce qui se traduirait par un ralentissement de l'activité à l'échelle mondiale. Cet essoufflement est imputable à l'atténuation des effets de relance budgétaire aux États-Unis et à la convergence de la croissance vers son potentiel de long terme. Les effets relatifs à la baisse de la croissance

en Chine et la récession attendue dans certains pays émergents (Turquie, Iran et Argentine) freineraient également la croissance mondiale en 2019, avant de s'estomper à moyen terme. En outre, le ralentissement de la croissance pourrait s'accroître en cas de matérialisation de certains risques, en lien en particulier avec la montée des tensions commerciales, la réévaluation rapide de l'orientation de la politique monétaire de la FED et la persistance des incertitudes quant au Brexit.

Encadré n°1 : Vulnérabilités du système financier mondial

Le Conseil de Stabilité Financière (FSB) a analysé, dans un document de travail publié en avril 2019, la nature des vulnérabilités auxquelles fait face le système financier mondial, suite notamment à la baisse des prix des actifs à risques au cours du quatrième trimestre 2018. Cette analyse a permis de relever les fragilités ci-après:

- Un accroissement notable des prêts à effet de levier dans les économies avancées, atteignant le niveau enregistré avant la crise, en raison de la persistance de la souplesse des conditions d'octroi de crédit par rapport aux normes historiques.
- Une potentielle hausse du coût du crédit qui pourrait avoir des répercussions négatives sur la stabilité financière et ce à travers (i) une amplification des risques macroéconomiques car les entreprises qui sont fortement endettées risqueraient de faire défaut ou de réagir à une augmentation de leur coût de financement en se désendettant rapidement et/ou en réduisant l'investissement et l'emploi (ii) une réduction des prêts à l'économie octroyés par les banques suite aux pertes générées dans les portefeuilles de négociation.
- Des déficits importants de la balance courante et une forte dépendance à l'égard du financement en devises étrangères des pays émergents. Certes, ces pays ont bénéficié d'un afflux de capitaux important suite à la revue à la baisse des perspectives de croissance dans les pays avancés, néanmoins, une augmentation plus marquée de l'aversion au risque pourrait déclencher, à moyen terme, une sortie des capitaux et amplifier le stress financier dans ces pays. De plus, certains pays, tels que la Chine, sont très vulnérables aux chocs économiques qui réduisent la viabilité de leur dette qui a atteint des niveaux très élevés.

Encadré n°1 : Suite

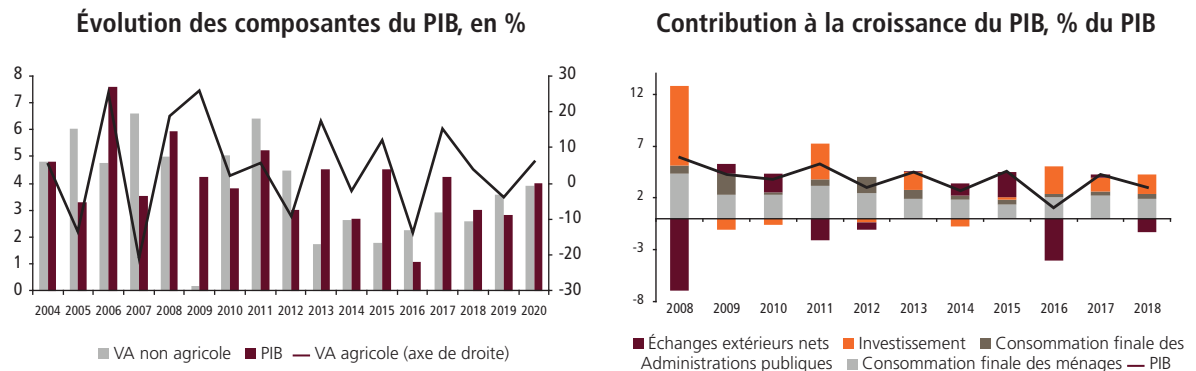
- Une probabilité élevée d'un Brexit « sans accord » qui induirait un choc macroéconomique important au Royaume-Uni et l'Union Européenne et causerait une forte volatilité des prix sur les marchés financiers. En outre, des coûts plus élevés des transactions sur produits dérivés et l'incapacité potentielle des entreprises à couvrir les risques pourraient les exposer davantage aux chocs économiques et financiers. Cela pourrait avoir des répercussions sur la solvabilité des institutions financières, l'investissement et la confiance des marchés.

Selon le FSB, les banques sont parvenues, au cours des dix dernières années, à renforcer leur résilience, toutefois, elles devraient surveiller certaines vulnérabilités qui persistent, telles que la baisse de leur rentabilité dans certains pays et l'exposition importante au marché souverain de la zone euro. De plus, elles devraient contrôler les expositions directes et indirectes aux produits de crédit les plus risqués tels que les prêts à effet de levier, y compris ceux détenus par les structures de titrisation. Quant au secteur financier non bancaire, qui détient une part importante des instruments de crédit risqués, il est exposé au risque de liquidité causé par les fluctuations des prix sur les marchés financiers, néanmoins, le degré de résilience des investisseurs de ce secteur face à une réévaluation importante des risques n'est pas encore déterminé, d'où l'intérêt de surveiller de près et d'essayer de contenir les risques encourus par ces institutions.

I.2 DÉVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES DOMESTIQUES

La reprise des activités non agricoles s'est poursuivie à un rythme plus lent

L'année 2018 a été marquée par la décélération de la croissance économique, à 3% après 4,2%, recouvrant un ralentissement des activités non agricoles à 2,6% après 2,9% en 2017 et un repli de la croissance de la valeur ajoutée agricole à 4% après 15,2%. Contrairement à l'année dernière, la demande extérieure a participé négativement à la croissance de 1,3 point alors que la contribution de la demande intérieure est passée de 3,9 points à 4,3 grâce, en particulier, à une accélération du rythme d'accroissement de l'investissement total de 5,9% au lieu de 4,1%.



Source : HCP

Le marché du travail a enregistré une hausse des créations d'emplois, avec 112 mille postes contre 86 mille une année auparavant. Cette dynamique est portée par l'ensemble des activités non agricoles avec, toutefois, une prédominance du secteur des services. Combinées avec une nouvelle baisse du taux d'activité, ces évolutions ont entraîné une diminution de la population active en chômage de 3,9% et une baisse du taux de chômage qui s'est établi à 9,8% contre 10,2% une année auparavant.

L'inflation a marqué une nette accélération essentiellement sous l'effet de l'évolution des produits alimentaires à prix volatils⁹. Elle s'est, néanmoins, établie à un niveau modéré de 1,9% et sa composante sous-jacente a enregistré un léger ralentissement en ressortant à 1,1%.

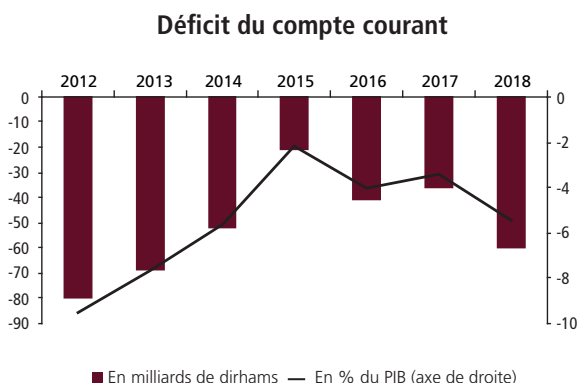
S'agissant des perspectives économiques, malgré l'amélioration attendue des activités non agricoles, la croissance devrait encore décélérer en 2019 à 2,8% sous l'effet de la contreperformance attendue du secteur agricole. En revanche, elle devrait s'accélérer à 4% en 2020 tirée essentiellement par la poursuite de la reprise des activités non agricoles. Dans cette conjoncture, l'inflation resterait faible à 0,6% en 2019 et à 1,2% en 2020 et sa composante sous-jacente devrait ralentir à 0,8% en 2019 avant d'atteindre 1,5% en 2020.

⁹ À noter que la structure du panier de référence de l'IPC a été révisée en mars par le HCP.

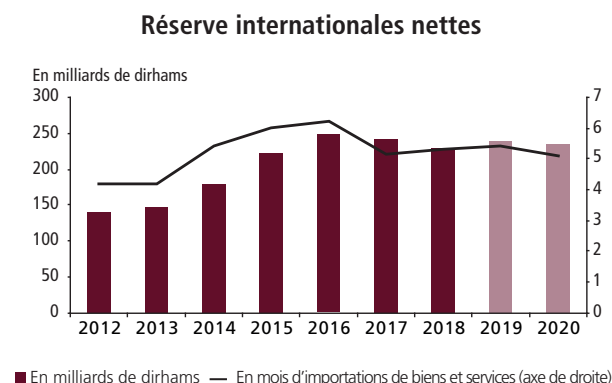
Nouvelle baisse des réserves internationales nettes suite à la détérioration du compte courant

Le déficit du compte courant est passé de 3,4% à 5,5% du PIB. En effet, le dynamisme des exportations des phosphates & dérivés n'a pas compensé les effets : (i) d'un moindre dynamisme des exportations des produits de l'agroalimentaire et des recettes de voyages, (ii) d'une accélération des importations tirée par la facture énergétique, les produits finis de consommation et les biens d'équipement et (iii) d'une baisse nette des transferts publics et privés.

Dans un contexte où la position de change des banques est restée relativement longue, les réserves internationales nettes ont connu une deuxième baisse, s'établissant à 230,7 milliards de dirhams, couvrant l'équivalent d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.



Source : Office de Change



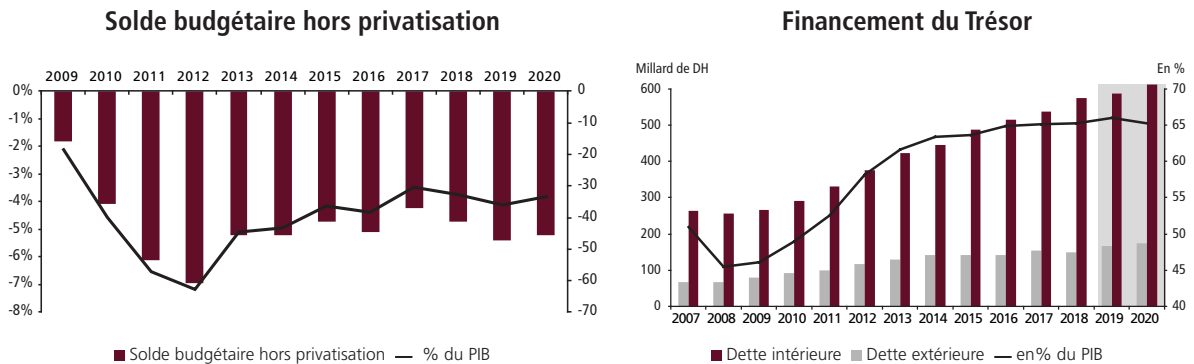
Source : BAM

Sur l'horizon des projections et tenant compte des sorties prévues du Trésor à l'international et des entrées de dons CCG, les réserves internationales nettes devront augmenter de 3,6% en 2019 avant de baisser à nouveau en 2020. Néanmoins, elles devront continuer d'assurer une couverture d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

Ralentissement du rythme de la consolidation budgétaire et nouvelle hausse du ratio de la dette du Trésor sur le PIB

Avec un déficit budgétaire de 3,7% du PIB, supérieur à la fois aux prévisions de la loi de finances (3%) et à la réalisation de l'année précédente (3,5%), le processus de consolidation budgétaire a marqué un ralentissement. En effet, la légère décélération des dépenses globales de 2,4% au lieu de 2,9%, n'a pas compensé celle des recettes, 1,8% contre 6,1% une année auparavant. L'évolution des dépenses s'explique par un repli de 2% de l'investissement et une accélération des autres catégories, en particulier la compensation qui a rebondi de 15,6% suite à l'appréciation des

cours du gaz butane¹⁰. Celle des recettes budgétaires recouvre : (i) une décélération des recettes fiscales, 4,2% contre 6,6%, s’expliquant par les réalisations exceptionnelles au titre de l’IS de l’année dernière et (ii) le net repli des entrées au titre des dons CCG.



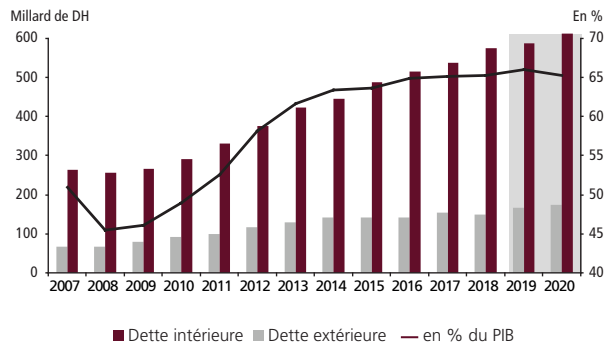
Source : MEF et BAM

En l’absence de sortie du Trésor à l’international, le financement du déficit budgétaire a été essentiellement réalisé via le financement intérieur et la constitution d’instances de paiement (3,2 milliards de dirhams). En conséquence, l’encours de la dette du Trésor a augmenté de 4,4% pour s’établir à 722,7 milliards de dirhams, recouvrant une augmentation de 6,6% de la dette intérieure et une baisse de 3,4% de la dette extérieure. Le ratio de la dette du Trésor sur le PIB a légèrement augmenté en passant de 65,1% à 65,3% recouvrant une hausse de sa composante intérieure de 50,7% à 51,9% et une baisse de la composante extérieure de 14,4% à 13,4%. En lien avec la poursuite de la détente sur les taux, le coût moyen de la dette, intérieure et extérieure, a poursuivi sa tendance baissière et la charge en intérêts de la dette s’est allégée passant à 2,5% du PIB au lieu de 2,7%.

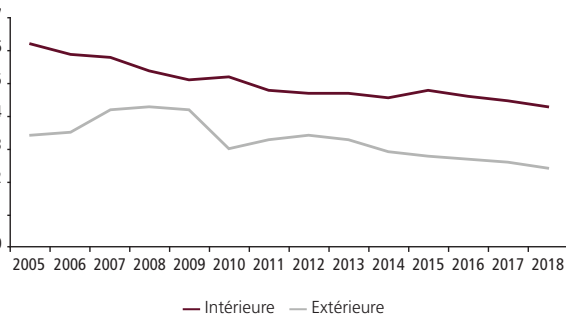
Sur l’horizon de prévision, le déficit budgétaire devrait, selon Bank Al-Maghrib, se creuser davantage à 4,1% en 2019, en lien avec les retombées du dialogue social, avant de s’alléger à 3,8% en 2020. En conséquence, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB devrait augmenter à 66% avant de baisser à 65,4% en 2020.

¹⁰ Selon le bulletin d’information de la caisse de compensation, la moyenne des cours du gaz butane a connu une hausse d’environ 11% par rapport à 2017.

L'encours de la dette du trésor



Coût moyen de la dette, en %



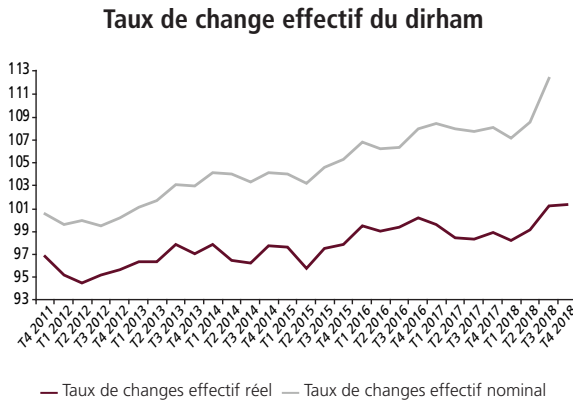
Source : MEF

L'encours de la dette extérieure publique s'est replié passant de 31,3% à 29,5% du PIB et de 332,6 à 326,5 milliards de dirhams reflétant la baisse de 3,4% de la dette du Trésor et, dans une moindre mesure, celle des établissements publics de 0,5%. Les principaux indicateurs de risque liés à cette dette montrent que :

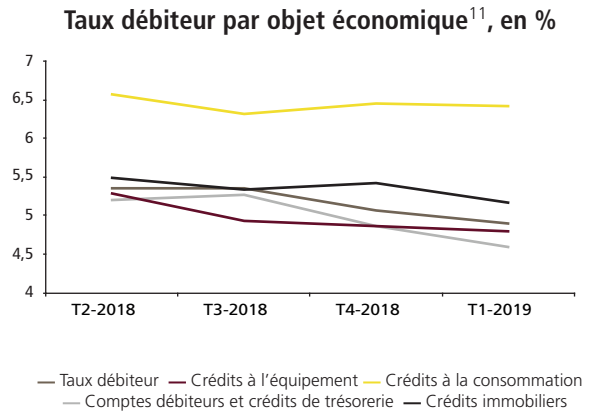
- la charge en intérêt continue, en lien avec la faiblesse des taux mondiaux, à être limitée à 0,8% du PIB ;
- la structure par maturité originale reste exclusivement dominée par le long terme et 75,2% de l'encours est contracté à taux d'intérêt fixe ;
- la part de la dette libellée en euros a baissé de 61,1% à 59,5%, alors que celle en dollars a augmenté à 28,4% résultat des efforts d'alignement au panier d'ancrage du dirham.

Poursuite du ralentissement du crédit malgré la baisse des taux d'intérêt débiteurs

Les conditions monétaires ont été caractérisées par un recul des taux d'intérêt débiteurs, particulièrement prononcé pour les entreprises. Parallèlement, après une baisse en 2017, le taux de change effectif réel a enregistré une légère appréciation, reflétant celle de la parité nominale du dirham face à l'euro et aux monnaies de certaines économies émergentes. Parallèlement, le besoin en liquidité bancaire s'est creusé en raison de la hausse importante de la circulation fiduciaire et, dans une moindre mesure, de la baisse des réserves internationales nettes. Dans ces conditions, la Banque a porté le volume total de ses injections à 62,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire contre 42,8 milliards en 2017.



Source : FMI et calcul BAM

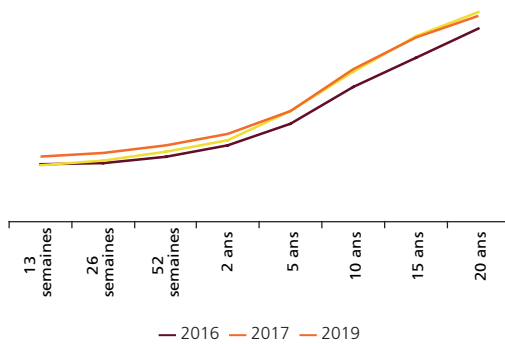


Source : BAM

L'évolution des taux d'intérêt des bons du trésor s'est caractérisée par une correction à la hausse de la courbe des taux concentrée sur sa partie courte et moyenne. Le coût de financement des banques s'est stabilisé en fin d'année, recouvrant une légère baisse des taux créditeurs et une quasi-stagnation des taux de marchés.

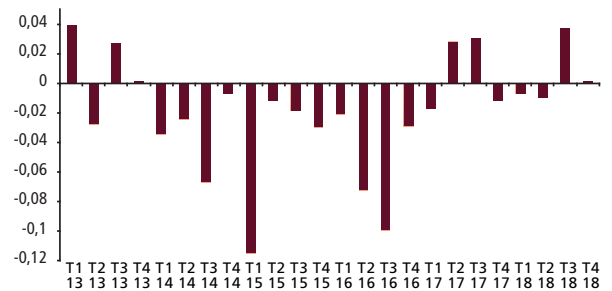
Dans ce contexte, la progression des crédits bancaires accordés aux agents non financiers a ralenti à 3,1% après 3,8%. Elle devrait stagner à ce niveau en 2019 avant d'accélérer à 4,4% en 2020.

Taux moyen des BDT sur le marché secondaire



Source : BAM

Variation du coût de financement des banques (en points de pourcentage)

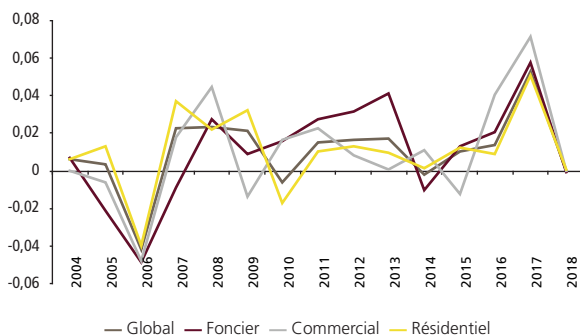


¹¹ La méthodologie de l'enquête sur les taux débiteurs a été revue à partir du deuxième trimestre de 2018.

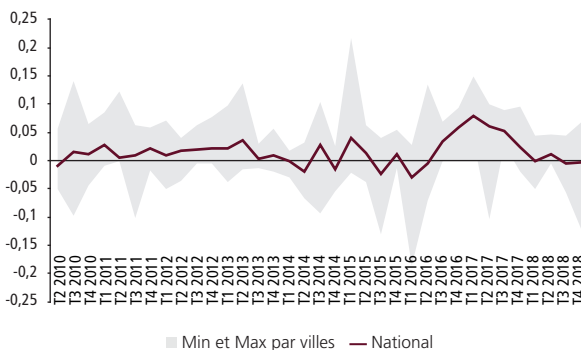
Stabilisation des prix des actifs immobiliers après la progression de 2017

Les effets de l'introduction du référentiel fiscal constatés l'année dernière, à la fois en termes de baisse des transactions et de hausses des prix immobiliers, se sont progressivement estompés. Ainsi, les transactions immobilières ont augmenté de 4,5% et les prix des actifs immobiliers se sont stabilisés après les hausses enregistrées en 2017. Néanmoins, des évolutions contrastées ont été constatées dans les principales villes avec, par exemple, une importante baisse à Marrakech (-5%) et une hausse à Rabat (6%).

Variation annuelle de l'IPAI, en %



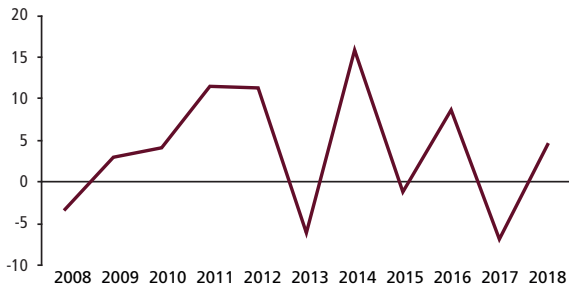
Variation de l'IPAI national et par ville, en %



Source : BAM

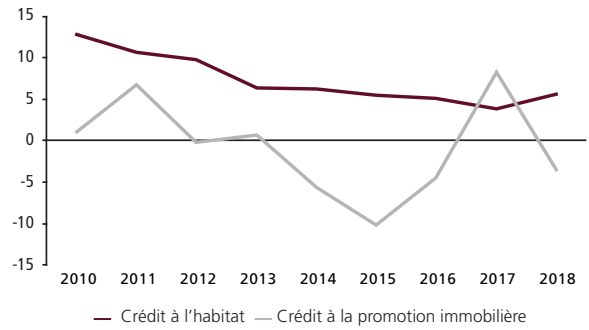
S'agissant du crédit immobilier, sa composante dédiée au crédit à l'habitat a vu son rythme de croissance s'accélérer après la décélération de l'année dernière. En revanche, la nette amélioration, constatée l'année dernière dans la croissance des crédits aux promoteurs immobiliers, ne s'est pas confirmée. Ainsi, l'encours de cette catégorie de crédit s'est replié de 3,5% contre une croissance de 8,3% en 2017. En somme, la morosité qui caractérise le marché de l'immobilier semble se poursuivre et au vu du caractère systémique de ce marché, le dispositif de suivi et d'analyse du secteur sera progressivement étoffé.

Évolution du nombre de transactions, en %



Source : BAM

Croissance des crédits aux promoteurs et ceux à l'habitat, en %



CHAPITRE 2

SITUATION FINANCIÈRE DES AGENTS NON FINANCIERS

APERÇU

En 2018, la croissance du patrimoine financier des ménages marocains a décéléré, revenant à 4,4% après 6,6% une année auparavant. Cette évolution résulte du ralentissement de leurs dépôts bancaires, dont la progression s'est limitée à 3,6% au lieu de 6,1% en 2017. Leurs placements sous forme d'assurance vie et de valeurs mobilières ont maintenu un rythme de progression globalement soutenu. Parallèlement, la dette financière des ménages, majoritairement composée des crédits à l'habitat, a enregistré une augmentation de 6,1%, pour s'élever à 342 milliards de dirhams. Rapportée au PIB, cette dette s'est établie à 31%, niveau quasi-similaire à celui observé au cours des six dernières années. Dans ces conditions, le taux de défaut des ménages a augmenté en 2018, s'établissant à 7,8% contre 7,3% en 2017.

L'analyse des nouveaux crédits à la consommation accordés par des établissements de crédit au cours de l'année 2018 pour un ensemble de particuliers, fait ressortir en moyenne un niveau de dette représentant 30% de leurs revenus. Cette analyse révèle aussi que les fonctionnaires et les salariés ont le plus accès aux crédits et que les emprunteurs sont majoritairement à revenu supérieur à 6.000 dirhams. La part des bénéficiaires de crédit, dont la charge de dette est supérieure à 40% de leur revenu représente 26,7% en 2018, niveau quasiment stable comparativement aux données analysées en 2016 et 2017.

Les entreprises non financières, quant à elles, ont vu leur dette financière décélérer de nouveau à 1,8% en 2018, représentant 68,6% du PIB. Cette décélération a concerné davantage les entreprises non financières publiques, dont la dette financière a progressé à un rythme de 2,3% contre 6,2% une année auparavant. Parallèlement, l'accroissement de l'endettement financier des entreprises privées a ralenti à un rythme moins soutenu de 1,5% en 2018, en lien avec le net repli de sa composante bancaire.

L'étude de l'endettement d'un échantillon composé de près de 74.400 entreprises non financières, révèle la persistance de l'allongement des délais de paiement atteignant des niveaux préoccupants, particulièrement pour la TPE et certains secteurs d'activité notamment la « construction », « l'industrie extractive », les « transports et entreposage » et « l'industrie manufacturière ». Les effets des réformes engagées au niveau du secteur public, ainsi que les initiatives prises pour promouvoir la culture du « bon payeur » dans le secteur privé devraient à terme contribuer à l'assainissement de cette situation.

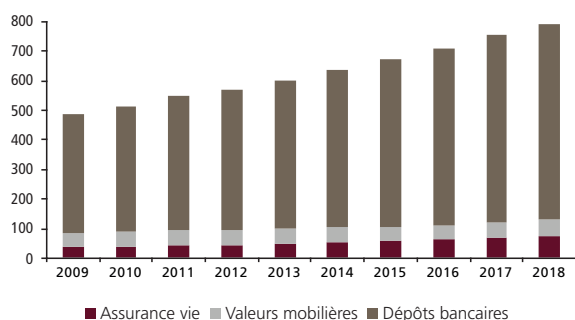
Les créances en souffrance des entreprises non financières se sont légèrement accrues à un rythme ralenti de 0,4% en 2018, portant le taux de défaut de paiement à 10% de leur dette bancaire.

II.1 MÉNAGES

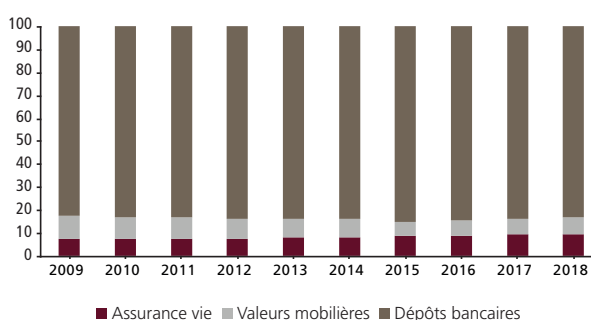
Décélération du patrimoine financier des ménages, reflétant notamment le ralentissement des dépôts bancaires

Le patrimoine financier des ménages, totalisant 791 milliards de dirhams en 2018, a décéléré à 4,4%, contre 6,6% en 2017 et 5,4% en moyenne au cours des cinq dernières années. Ce patrimoine financier demeure essentiellement constitué de dépôts auprès des banques à hauteur de 83%. Les placements en assurance-vie et en valeurs mobilières ont maintenu des parts quasi-stables de près de 10% et 7% respectivement.

Évolution du patrimoine financier des ménages, en MMDH



Structure du patrimoine financier des ménages, en %

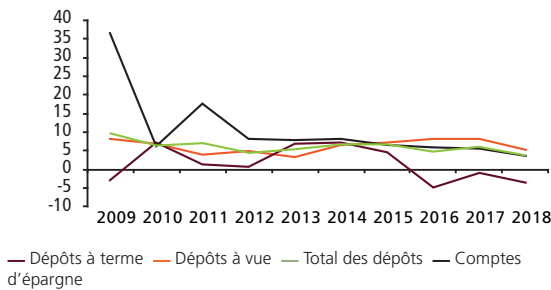


Source : BAM

Concernant les dépôts bancaires des ménages, ils ont totalisé 657,7 milliards de dirhams en 2018 et ont marqué un ralentissement de leur croissance, revenant à 3,6% après 6,1% en 2017 et 4,7% en 2016. L'analyse de leur évolution par agent économique révèle que les dépôts des ménages résidents au Maroc ont progressé de 4,9% à 474,7 milliards de dirhams, contre 6,4% à fin 2017. Ceux des ménages marocains résidents à l'étranger ont connu une nette décélération revenant de 5,1% à 0,9%, pour s'établir à près de 183 milliards de dirhams, en lien avec la baisse des transferts des MRE de 1,8%. Par catégorie, les dépôts à vue ont progressé de 5,3% contre 8,3% une année auparavant et 6,7% en moyenne au cours des cinq dernières années, pour se situer à 395 milliards de dirhams. Les avoirs détenus sous forme de comptes d'épargne ont également décéléré de 5,6% à 3,6%, atteignant 156 milliards de dirhams. Ces deux dernières catégories de dépôts, représentant à elles seules 84% du total des dépôts des ménages, ont contribué à hauteur de 4 points de base à leur croissance globale. Les dépôts à terme, pour leur part, ont accusé un repli de 3,4%, pour la troisième année consécutive. Leur part dans le total des dépôts s'est encore réduite, pour ne représenter que 15% en 2018 contre 16% en 2017 et 21% il y a dix ans. La

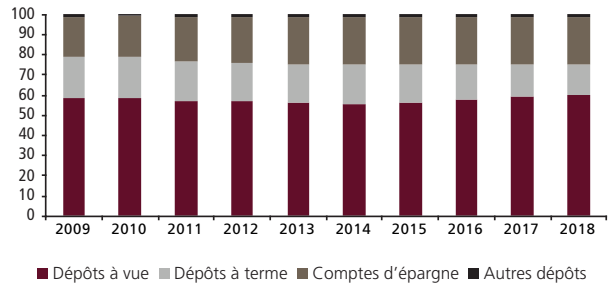
baisse continue des taux d'intérêt rémunérant les dépôts à terme décourage les ménages de s'orienter vers ce type de placement. Ainsi, les taux moyen pondéré des dépôts à 6 mois et 1 an sont passés respectivement de 2,82% et 3,12% en 2017 à 2,77% et 3,09% en 2018 alors qu'en 2009 ces taux étaient respectivement de l'ordre de 3,42% et 3,81%.

Évolution des dépôts des ménages, en %



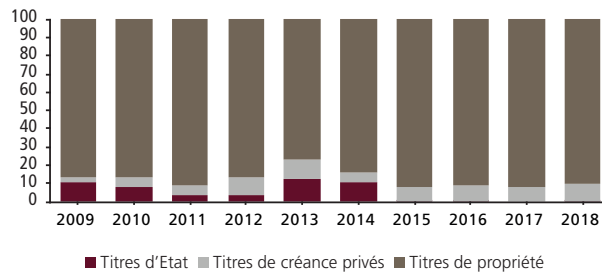
Source : BAM

Structure et évolution des dépôts des ménages, en %



Dans le même sillage, les placements des ménages en valeurs mobilières ont progressé de 9,3% en 2018. La structure de ces placements est demeurée stable durant les quatre dernières années. La part des placements en titres de propriété, constitués d'actions et des titres d'OPCVM, a baissé de 200 points de base au profit des titres de créances privés, pour passer d'une année à l'autre de 92% à 90% du total des placements. La proportion des placements en titres d'État s'est établie à moins de 1% durant ces quatre dernières années.

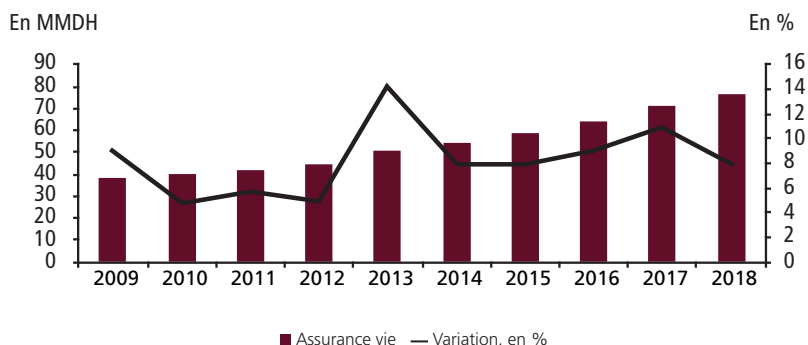
Évolution des Structure des valeurs mobilières détenues par les ménages, en %



Source : BAM

Les placements des ménages sous forme de contrat d'assurance vie maintiennent un rythme de progression soutenu, bien qu'en légère décélération, avec une hausse de 7,9% en 2018 après 10,9% en 2017, en raison notamment des avantages fiscaux adossés à ce type de placement.

Évolution de l'assurance vie

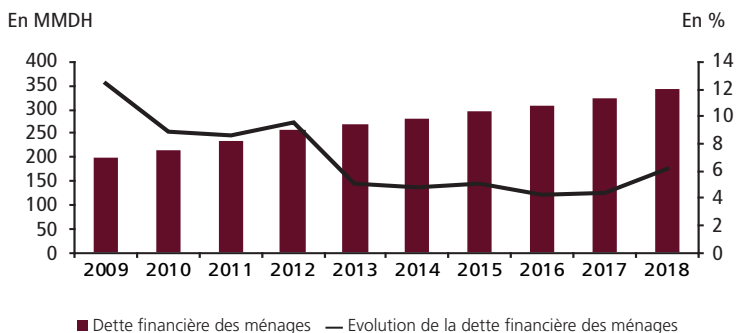


Source : BAM

Accélération de la croissance de la dette des ménages en 2018, en rupture avec sa tendance baissière observée depuis plusieurs années

La dette des ménages auprès des établissements de crédit, englobant les prêts à l'habitat et à la consommation, a totalisé 342 milliards de dirhams à fin 2018 avec une hausse de 6,1% contre 4,4% en 2017 et 4,2% en 2016. Compte non tenu du financement accordé par les banques participatives, cette progression a été de l'ordre de 4,7%, avec un encours de 338 milliards de dirhams. La dette des ménages représente près d'un tiers des crédits accordés à l'ensemble des agents économiques, sans changement par rapport à 2017.

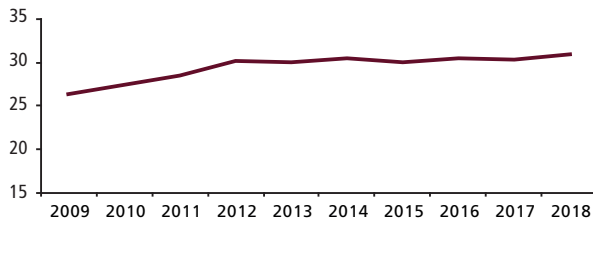
Évolution de la dette financière des ménages



Source : BAM

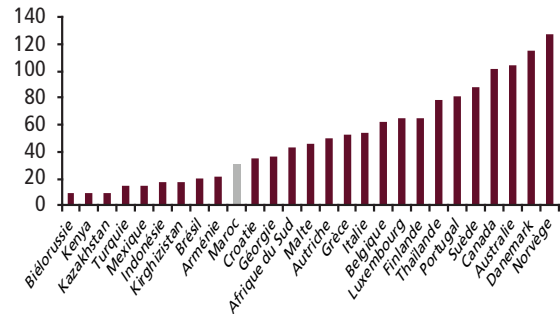
Cette dette rapportée au PIB s'est établie à 31%, niveau comparable à celui observé durant les six dernières années. Par rapport à d'autres économies et sous réserve de toutes les spécificités les caractérisant, ce ratio est situé à un niveau plus élevé que celui des pays en développement et certains émergents, et demeure en deçà des niveaux observés dans les économies avancées.

Dette des ménages, en % du PIB



Source : BAM

Dette des ménages, en % du PIB, en 2018

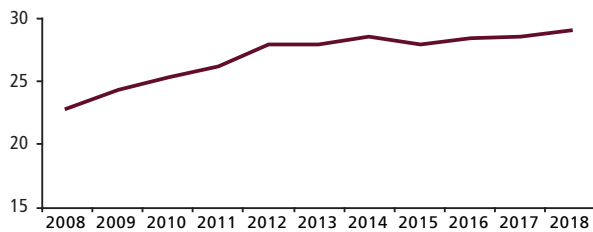


Source : FMI et BAM

La croissance de la dette des ménages résidents au Maroc s'est accrue de 6,5% en 2018 après 4,9% en 2017, pour totaliser 322 milliards de dirhams. Rapportée au PIB, cette dette s'est établie à 29,1% après 28,5% en 2017.

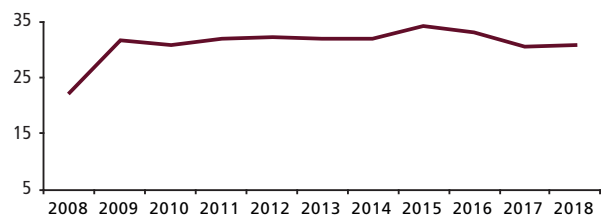
Par ailleurs, la dette des ménages marocains résidents à l'étranger a reculé pour la deuxième année consécutive, enregistrant une baisse de 1% après celle de 2% en 2017. Le montant de cette dette s'est élevé à 20 milliards de dirhams, représentant près de 31% du total des transferts des non-résidents.

Dette des ménages résidents, en % du PIB



Source : BAM

Dette des ménages non résidents, en % des transferts des non résidents

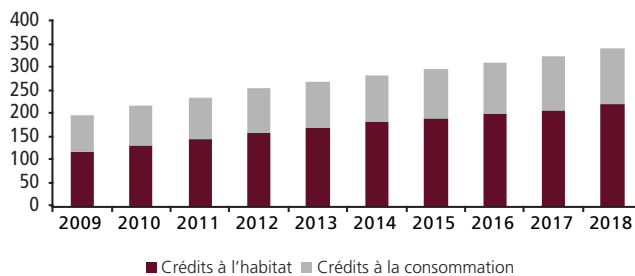


Source : BAM et Office des Changes

L'essentiel de la dette des ménages continue d'être orientée principalement vers l'acquisition de biens immobiliers

La répartition de la dette financière des ménages est demeurée stable durant les cinq dernières années. Les crédits à l'habitat en constituent la part prépondérante, avec environ 64% contre 36% pour les crédits à la consommation.

Évolution de la composition de la dette financière des ménages, en MMDH

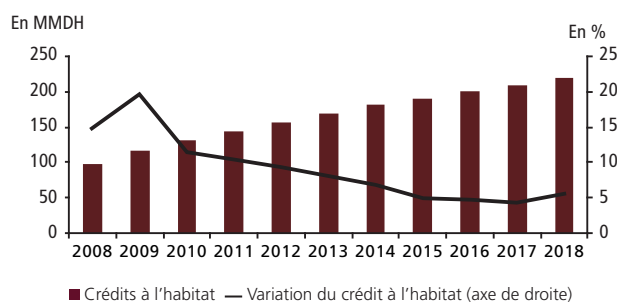


Source : BAM

Les crédits contractés par les ménages pour l'acquisition de logements ont totalisé 219 milliards de dirhams, enregistrant une hausse de 5,5% contre 4,2% en 2017. Sur ce total, les financements mourabaha immobilière s'élèvent à 4,2 milliards de dirhams. Les prêts encouragés par l'État, représentant 19,5% du total des crédits à l'habitat en 2018, ont vu leur encours s'établir à 42,8 milliards de dirhams, en progression de près de 4,9% après 4,5% en 2017.

Au titre de cette année, malgré la hausse du nombre des transactions immobilières, notamment celles des biens résidentiels de 16%, les nouveaux prêts à l'habitat ont accusé un repli de 3,4% après une baisse de 2% une année auparavant. En termes d'encours, ces prêts ont totalisé 27,3 milliards de dirhams, en retrait de près de 1 milliard par rapport à l'année dernière.

Évolution du crédit à l'habitat



Source : BAM

Les crédits à l'habitat demeurent majoritairement octroyés à taux fixe, dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas

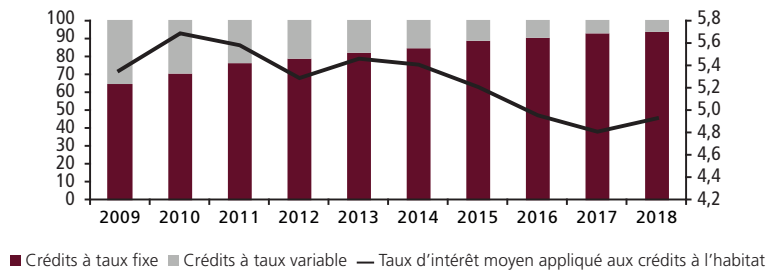
La proportion des prêts assortis d'un taux fixe reste largement majoritaire dans le total des prêts des ménages destinés à l'acquisition de logement. Cette proportion a représenté 94% au titre de l'année 2018 contre 93% une année auparavant¹².

Au vu du niveau historiquement bas des taux d'intérêt, les emprunteurs privilégient ce type de taux, qui leur permet de figer leurs charges en emprunt et de se protéger ainsi contre l'impact d'une hausse éventuelle des taux d'intérêt sur leur capacité de remboursement.

Cette situation expose ainsi, les banques à un risque de taux d'intérêt, surtout que les crédits à l'habitat sont contractés généralement pour des maturités longues.

En 2018, les crédits à durée supérieure à 20 ans ont représenté près de 55% en recul de près de 2 points par rapport à 2017 et ce, au profit de ceux dont la durée est située entre 10 et 20 ans, avec une part qui s'est établie à 38% au lieu de 36% une année auparavant. Cette réduction de la maturité des crédits est observée depuis l'année dernière.

Ventilation des crédits à l'habitat entre taux fixe et taux variable, en %



Source : BAM

Dans le même sillage, l'analyse du profil des bénéficiaires du crédit à l'habitat, réalisée sur la base des résultats de l'enquête annuelle sur le crédit immobilier menée par Bank Al-Maghrib auprès des banques, fait ressortir que les fonctionnaires et les salariés demeurent les principaux bénéficiaires du crédit à l'habitat, s'accaparant une part de 81% des prêts accordés en 2018. Les autres catégories concernent les artisans et commerçants (13%), les professions libérales (4%), les agriculteurs (1%) et les retraités (1%). Par tranche de revenu, les personnes à revenu inférieur à 4.000 dirhams ont bénéficié de 31% des dossiers de crédits, contre 32% en 2017. En revanche, la part des personnes ayant des revenus compris entre 4.000 et 6.000 dirhams a représenté 23%

¹² Cette proportion excède déjà 70% depuis 2010

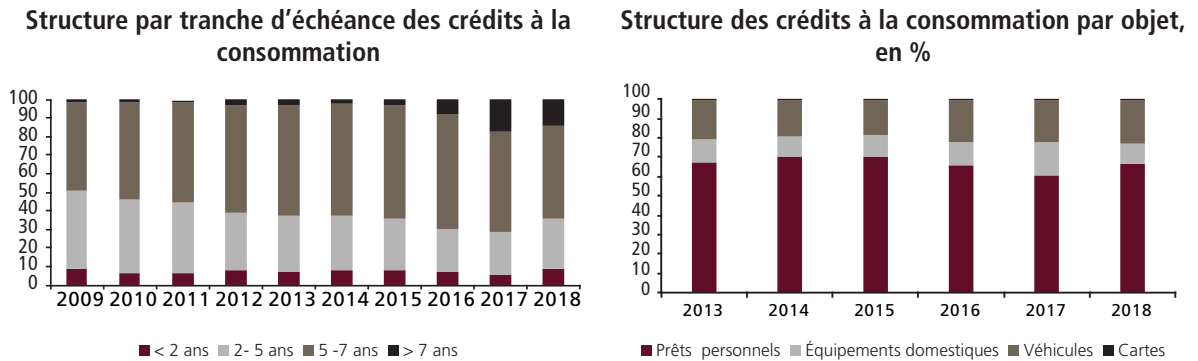
contre 16% pour ceux ayant un revenu entre 6000 et 10 000 dirhams et 30% pour ceux à revenu supérieur à 10 000 dirhams. Selon le critère de l'âge, les personnes âgées de plus de 40 ans ont concentré près de 65% du nombre total des dossiers, contre 29% pour les personnes âgées entre 30 et 40 ans.

Les prêts à la consommation ont de nouveau accéléré en 2018 avec des durées de remboursement encore longues, quoiqu'en décélération

Après l'amélioration enregistrée en 2017, le crédit à la consommation a poursuivi sa croissance soutenue, enregistrant une progression de 7% après 4,8%. Son encours brut a totalisé 123 milliards de dirhams, dont 57% environ distribué par les banques et 43% par les sociétés de crédit à la consommation.

Les prêts à la consommation sont destinés essentiellement au financement des projets personnels à hauteur de 66,4%, en hausse de 6 points de pourcentage par rapport à l'année dernière, et pour l'achat de voiture, dont la part s'est établie à 23,1% après 22,3%. La proportion des prêts pour achat d'équipements domestiques, quant à elle, a baissé à 10,3% contre 17% une année auparavant.

Les durées de remboursement les plus longues pour les crédits à la consommation de 7 ans et plus, ont enregistré globalement une hausse de leur part dans le total des prêts distribués durant les trois dernières années. En effet, cette part s'est établie en moyenne à 13,3% entre 2016 et 2018 contre 2,4% entre 2011 et 2015. En 2018, cette part a été de l'ordre de 14,5% en retrait de 3 points de pourcentage par rapport à 2017. Les crédits de durée de remboursement comprise entre 5 et 7 ans ont représenté la proportion la plus importante, de 49,5% en 2018 contre 54,0% et 61,6% en 2017 et 2016 respectivement. Parallèlement, les parts des crédits dont les durées sont comprises entre 2 et 5 ans et inférieures à 2 ans se sont élargies, atteignant respectivement 27,5% et 8,5% contre 22,5% et 6,1% en 2017.



Source : BAM

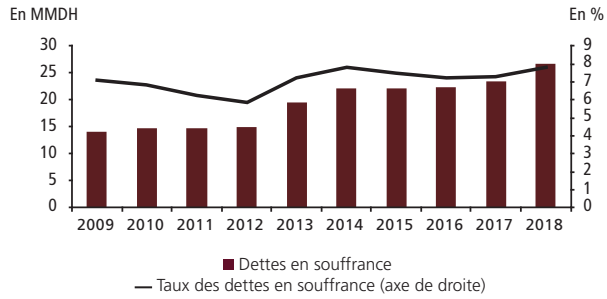
Les défauts de remboursement des ménages ont largement augmenté en 2018

L'encours des créances en souffrance détenues sur les ménages par les banques et les sociétés de crédit à la consommation s'est accru significativement de 13,8% à 26,7 milliards de dirhams, soit une hausse de 3,2 milliards de dirhams d'une année à l'autre. Le taux de défaut des ménages a, en conséquence, augmenté, passant à 7,8% après 7,3% une année auparavant.

La dette en souffrance des ménages auprès du secteur bancaire a marqué une hausse notable de 14,7%, d'une année à l'autre, pour ressortir à 21,1 milliards de dirhams, avec un taux de défaut atteignant 6,4% au lieu de 6,0% en 2017 pour les prêts à l'habitat et 10,2% contre 9,5% pour les prêts à la consommation. Le montant des créances en souffrance porté par les sociétés de crédit à la consommation s'est établi à 5,6 milliards de dirhams, ramenant le taux de défaut à 10,4% contre 10,2% l'an dernier.

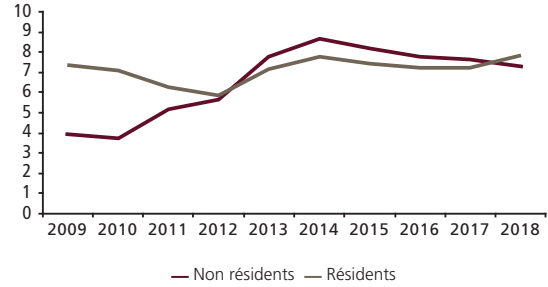
Par milieu de résidence, l'accroissement des défauts de paiement des ménages résidents au Maroc s'est établi à 15,2%, avec un montant global d'environ 25 milliards de dirhams constituant un taux de risque de 8% en 2018 contre 7,2% en 2017. S'agissant des ménages marocains résidents à l'étranger, leur taux de défaut s'est replié à 7,3% contre 7,6% en 2017, cumulant 1 milliard de dirhams de créances en souffrance contre près 2 milliards en 2017.

Évolution des créances en souffrance des ménages



Source : BAM

Taux des dettes en souffrance des ménages selon leur résidence, en %

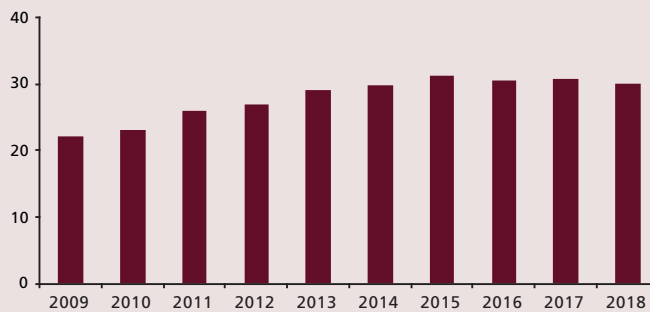


Encadré n°2 : Endettement financier des ménages

Le présent encadré analyse l'endettement des particuliers, en se basant sur les données recueillies auprès des principales sociétés de crédit à la consommation, cumulant une part de marché de 80% en 2018. Il a pour objet d'examiner le profil socio-professionnel des bénéficiaires, ainsi que les caractéristiques des individus ayant une charge de dette dépassant 40% de leur revenu.

Les données analysées concernent 225.029 dossiers de crédit à la consommation au profit des particuliers ayant renouvelé ou contracté un nouveau crédit courant l'année 2018. Après traitement et fiabilisation des données, les résultats de l'analyse révèlent que le taux d'endettement moyen se situe autour de 30%, comparable aux niveaux observés au cours des cinq dernières années.

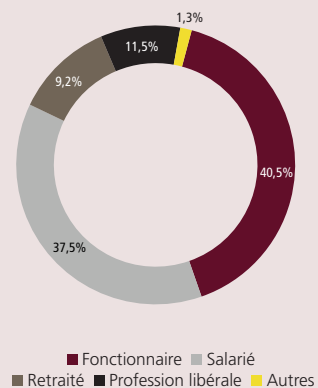
Taux d'endettement moyen, en %



Répartition par catégorie socioprofessionnelle, et par tranches de revenu et d'âge

Selon la catégorie socioprofessionnelle, le taux d'endettement se situe à des niveaux différenciés. Il est à 32,3% pour les fonctionnaires, qui ont bénéficié de 40,5% des crédits à la consommation accordés par les principales sociétés de financement analysées au titre de l'année 2018. Les salariés, occupent la deuxième position, avec une part de 37,5% des crédits octroyés, et une charge d'endettement représentant 28,5% de leur revenu. Les personnes exerçant une profession libérale et les retraités, ayant des parts respectives de 11,5% et 9,2%, supportent une charge d'endettement de 28,9% et 27,1%.

Répartition des bénéficiaires* par catégorie socioprofessionnelle, en %



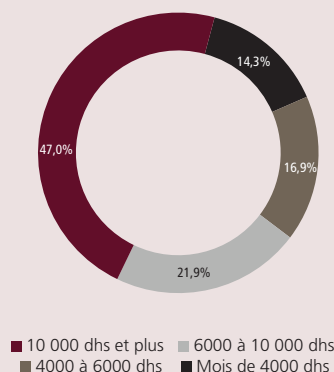
(*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principales sociétés de crédit à la consommation en 2018

Encadré n°2 : Suite

La répartition des bénéficiaires selon leur tranche de revenu est restée globalement stable. En effet, les personnes ayant des revenus supérieurs à 6.000 dirhams, cumulent près de 69% du total des crédits accordés dont plus des deux tiers concernant des revenus supérieurs à 10.000 dirhams. Celles de revenu compris entre 4.000 et 6.000 dirhams et celles ayant un revenu inférieur 4.000 dirhams totalisent respectivement 16,9% et 14,3% du montant global financé, avec des charges de dette de 28,1% et 37,3%.

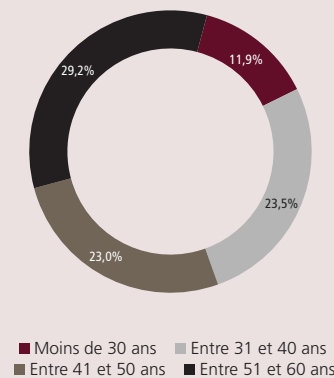
Par tranche d'âge, les bénéficiaires, dont l'âge est compris entre 31 et 40 ans, représentent une part de 23,5% et ont une charge de dette par rapport au revenu de l'ordre de 33,7% en moyenne. Ce taux se situe à 29,4% pour la tranche d'âge de 41 à 50 ans et de 31,3% pour celle allant de 51 à 60 ans. Les plus jeunes, qui ont moins de 30 ans, représentent 11,9% de l'ensemble des dossiers examinés, ils sont endettés en moyenne à hauteur de 21,6% par rapport à leur revenu.

Répartition des bénéficiaires* par tranche de revenu, en % du total du crédit accordé en 2018



(*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principales sociétés de crédit à la consommation en 2018

Répartition des bénéficiaires* par tranche d'âge, en %

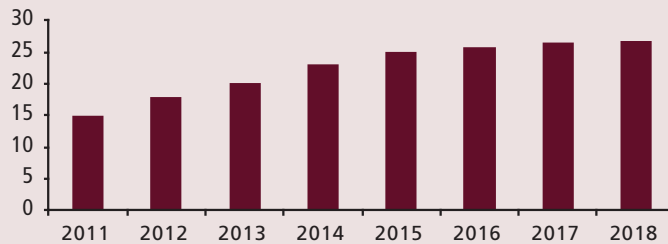


(*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principales sociétés de crédit à la consommation en 2018

Encadré n°2 : Suite

Analyse du profil des individus ayant un taux d'endettement supérieur à 40%

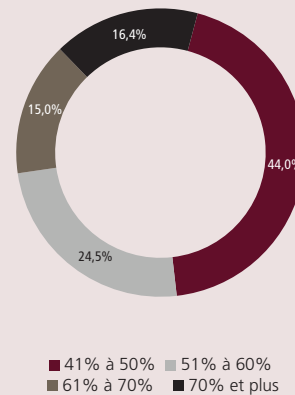
Part des individus* ayant un taux d'endettement supérieur à 40%



La proportion des particuliers, dont la charge d'endettement est supérieure à 40%, a représenté 26,7% des dossiers de crédits analysés. Elle a été de l'ordre de 26,6% et de 25,7% pour les données analysées en 2017 et 2016.

Les individus dont le taux d'endettement est situé entre 41% et 50% représente 44%. Ceux ayant une charge de dette par rapport au revenu comprise entre 51% et 60% et celle située entre 61% et 70% constituent respectivement 24,5% et 15% de l'ensemble des dossiers analysés. Par ailleurs, la part des bénéficiaires affichant un taux d'endettement au-delà de 70% est de l'ordre de 16,4%.

Répartition des bénéficiaires*, ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, selon leur niveau d'endettement

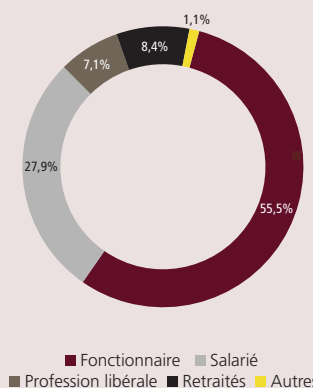


(*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principales sociétés de crédit à la consommation en 2018

Encadré n°2 : Suite

Les particuliers ayant une charge de la dette supérieure à 40% de leur revenu sont majoritairement des fonctionnaires et des salariés à hauteur de 83,4%, s'accaparant près de 82,1% du total du montant financé à cette population. Les retraités et les personnes exerçant une profession libérale n'en représentent que 8,4% et 7,1% respectivement.

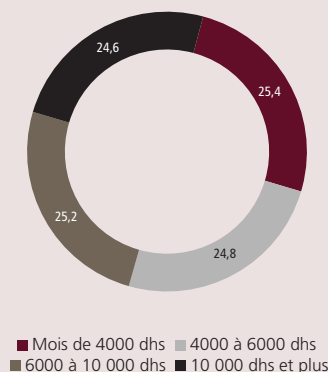
Répartition des bénéficiaires* de crédit ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, par catégorie socioprofessionnelle



(*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principales sociétés de crédit à la consommation en 2018

Les individus à revenu supérieur à 6.000 dirhams, représentent près de la moitié des bénéficiaires ayant un taux d'endettement supérieur à 40%. Ils cumulent près de 60% du montant global des crédits octroyés et ayant une charge de dette moyenne d'environ 54% par rapport au revenu. La proportion des particuliers, dont le revenu est compris entre 4.000 et 6.000 dirhams représente 24,8% avec une charge d'endettement de 54%, alors que celle dont le revenu est inférieur à 4.000 dirhams est de 25,4%, bénéficiant de près de 17,9% du montant global financé.

Répartition des bénéficiaires* de crédit ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, par tranche de revenu

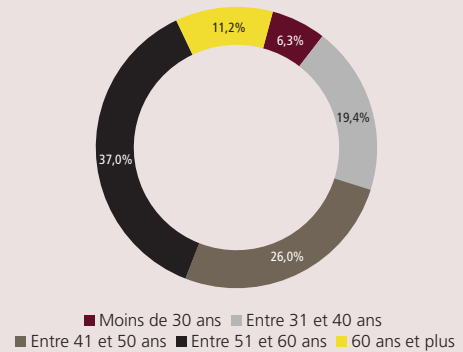


(*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principales sociétés de crédit à la consommation en 2018

Encadré n°2 : Suite

Parmi les personnes les plus endettées, 37% appartiennent à la tranche d'âge comprise entre 51 et 60 ans, suivie de celle des personnes âgées entre 41 et 50 ans (26%), avec une charge de dette par rapport au revenu de près de 56,9% et 56,1% respectivement. Les plus jeunes de moins de 30 ans ne représentent qu'une proportion de 6,3%, avec une dette s'élevant à 49,3% de leur revenu.

Répartition des bénéficiaires* de crédit ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, par tranche d'âge



(*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principales sociétés de crédit à la consommation en 2018

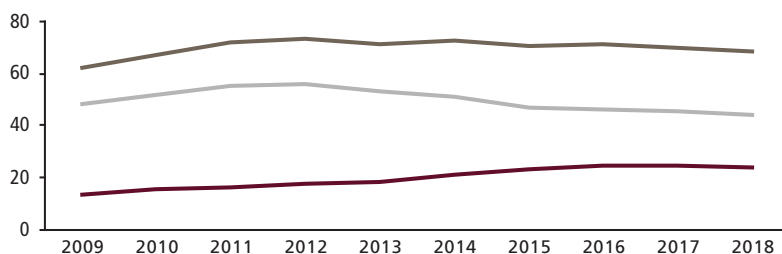
II.2 ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

La dette financière des entreprises non financières poursuit sa décélération, sous l'effet notamment du ralentissement plus prononcé de la croissance de l'endettement des entreprises publiques

Après une croissance de 3,5% en 2017, le rythme d'évolution de l'endettement financier des entreprises non financières s'est replié à 1,8%, totalisant ainsi près de 759 milliards de dirhams au terme de l'année 2018. Cette décélération est imputable principalement au ralentissement de la dette des entreprises non financières publiques, à 2,3% après 6,2% en 2017 et 8,9% en 2016. Parallèlement, l'endettement des entreprises privées a enregistré une croissance limitée de 1,5% en 2018, après 2,1% une année auparavant.

Rapportée au PIB, la dette financière des entreprises a baissé à 68,6%, passant pour la première fois depuis 2011 sous la barre des 70%.

Évolution de la dette financière des entreprises non financières, en % PIB



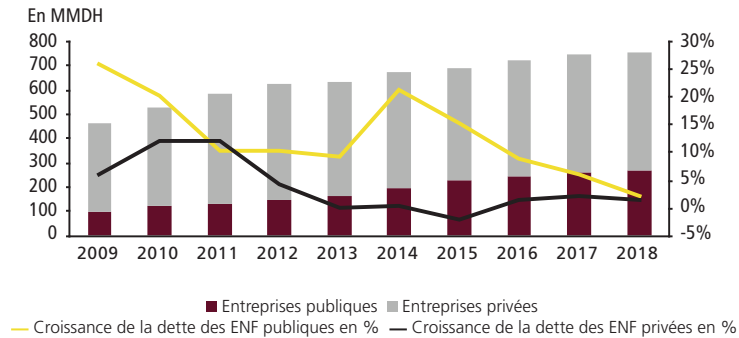
— Dette financière des ENF publiques en % du PIB — Dette financière des ENF privées en % du PIB — Dette des ENF en % du PIB

Source : BAM

Le ralentissement de l'endettement financier des entreprises privées, constituant près de 64% de l'endettement global des entreprises non financières et cumulant 489 milliards de dirhams à fin 2018, est tiré principalement par la nette décélération de la dette bancaire, principale source de financement de ces entreprises.

Rapportée au PIB, la dette financière des entreprises privées s'est établie à 44,2% contre 45,3% en 2017.

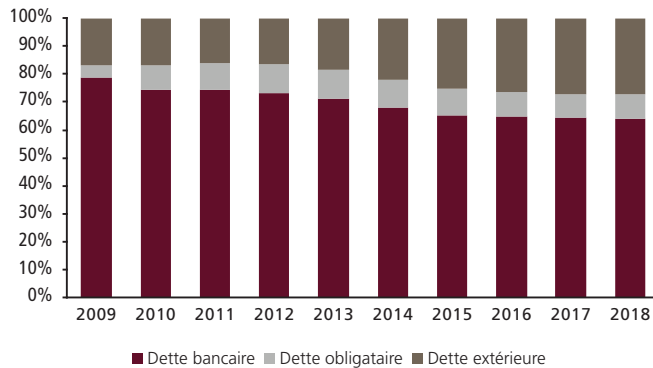
Évolution de la dette financière des entreprises non financières publiques et privées



Source : BAM

Parallèlement, l'endettement financier des entreprises non financières publiques poursuit sa décélération, avec une croissance passant de 12,2% en moyenne sur la période 2013-2017 à 2,3% en 2018, pour s'établir à près de 270 milliards de dirhams, soit 24,4% du PIB. Cette décélération s'explique essentiellement par un recul de 1% de leur endettement extérieur, représentant 65% de leur dette financière globale, contre une progression de 5,8% enregistrée l'année précédente.

Composition de la dette financière des entreprises non financières

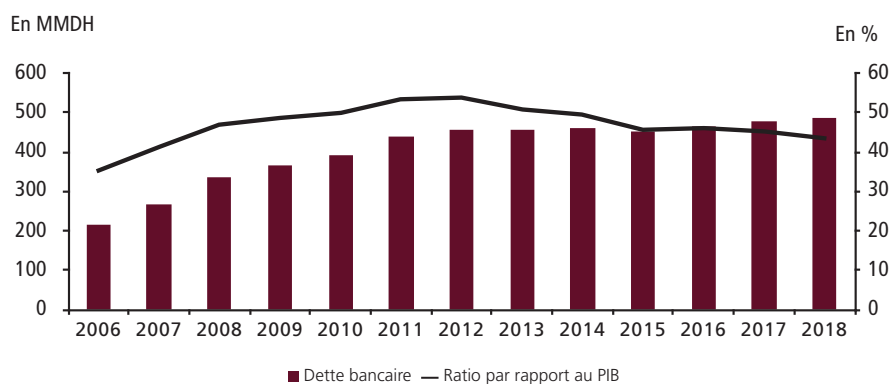


Source : BAM

La croissance de la dette bancaire, première source de financement des entreprises non financières, a ralenti, accompagnée d'une décélération de l'endettement extérieur

La dette bancaire¹³, représentant 64% de la dette des entreprises non financières, s'est accrue de 1,2% totalisant près de 485 milliards de dirhams, en décélération par rapport aux accroissements de 3,2% et 2,8%, enregistrés respectivement, en 2016 et 2017. L'endettement bancaire des entreprises non financières correspond à 43,8% du PIB en 2018, en recul de 127 points de base par rapport à l'année 2017.

Évolution de la dette bancaire des entreprises non financières et son ratio par rapport au PIB

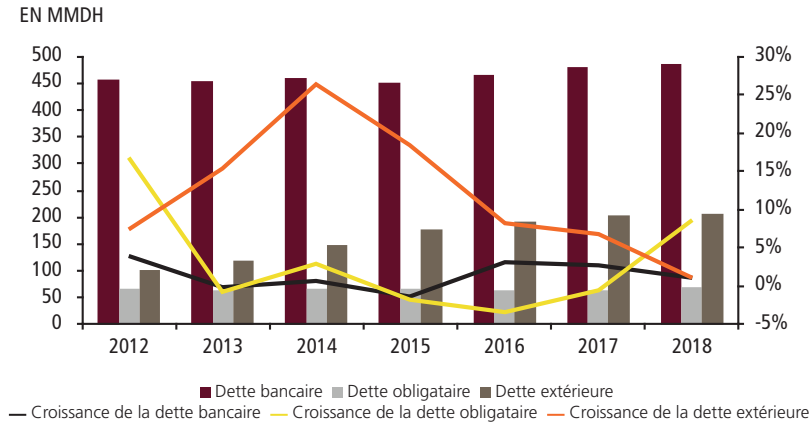


Source : BAM

L'endettement obligataire, avec une part de 9% de l'encours de la dette financière des entreprises a affiché une progression de 8,7%, pour se situer à plus de 68 milliards de dirhams à fin 2018, contre une baisse moyenne de 1,9% enregistrée sur la période 2015-2017. Cette reprise est attribuable principalement à l'appréciation de la dette de marché des entreprises non financières publiques de 15,25% en 2018 contre 9,7% en 2017.

¹³ Y compris les financements accordés par les sociétés de crédit-bail et d'affacturage.

Évolution des composantes de la dette financière des entreprises non financières

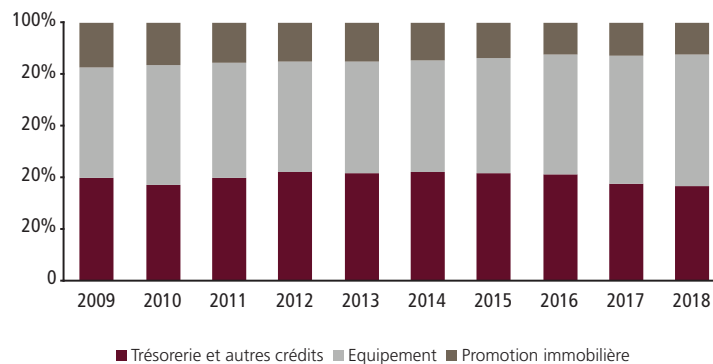


Source : BAM

Pour sa part, la dette extérieure s’est accrue, d’une année à l’autre, de près de 2 milliards de dirhams, soit 1,1% pour atteindre 205 milliards. Cette évolution confirme la poursuite du ralentissement entamé depuis 2014, avec des taux de croissance de 26,3%, 18,4%, 8,3% et 6,8%, enregistrés respectivement en 2014, 2015, 2016 et 2017.

Le recours des entreprises non financières à la dette extérieure pour le financement de leurs projets s’est situé aux alentours de 27% de leur dette financière globale. Une part de 86% de l’encours de cette dette extérieure est destinée à financer les entreprises non financières publiques.

Évolution de la composition de la dette bancaire des entreprises non financières

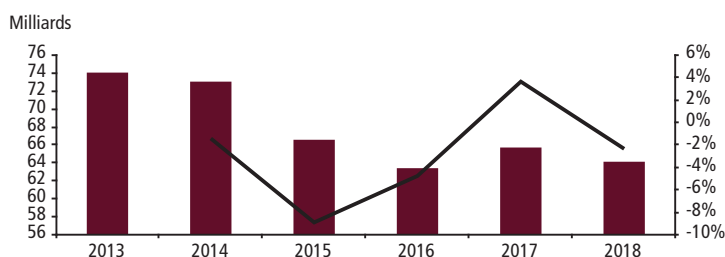


Source : BAM

L'examen de la structure des emprunts bancaires montre que les crédits contractés par les entreprises non financières ont été essentiellement destinés à l'acquisition des biens d'équipement, à hauteur de 51 %, suivis par les crédits de trésorerie dont la part s'est stabilisée à 36 %.

Les crédits à la promotion immobilière ont représenté, quant à eux, près de 13% de la dette bancaire accordée aux entreprises, et ont reculé de 2,3% après la reprise enregistrée en 2017 de 3,7%, totalisant ainsi un encours de 64 milliards de dirhams.

Évolution des crédits bancaires accordés à la promotion immobilière

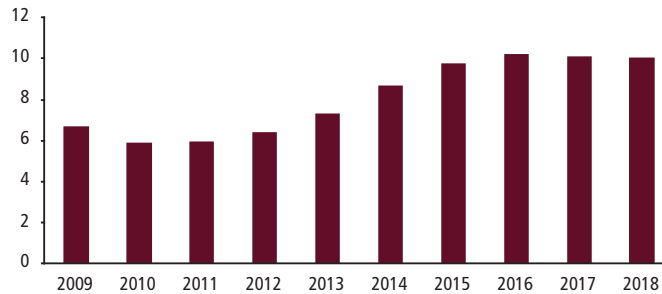


■ Crédits bancaires accordés à la promotion immobilière — Croissance des crédits bancaires immobiliers en %

Source : BAM

Le montant des créances en souffrance des entreprises non financières a légèrement augmenté de 0,4% à 48,6 milliards de dirhams à fin 2018. Leur taux de défaut, correspondant à la part des créances en souffrance dans le total de leur dette bancaire globale, a enregistré une baisse de 8 points de base pour s'établir à 10%.

Évolution du taux des dettes en souffrance des entreprises non financières, en %



Source : BAM

Par secteur d'activité, les taux des dettes en souffrance ont affiché des niveaux sensiblement différents. Celui du tourisme ressort le plus élevé en 2018 à 20,6%, suivi des secteurs de l'industrie manufacturière et du commerce enregistrant des taux respectifs de 14,4% et 13,6%. Le secteur de la promotion immobilière a enregistré, quant à lui, une hausse du taux des créances en souffrance à 8,4% en 2018 contre 8% en 2017.

Encadré n°3 : Etude de l'endettement d'un échantillon d'entreprises non financières

Cette étude porte sur l'analyse de l'endettement d'un échantillon de près de 74.400¹⁴ entreprises publiques et privées non financières en 2017, cumulant un chiffre d'affaires (CA) de 918 milliards de dirhams, une dette financière de 375 milliards et une dette commerciale de 272 milliards au terme de l'exercice 2017.

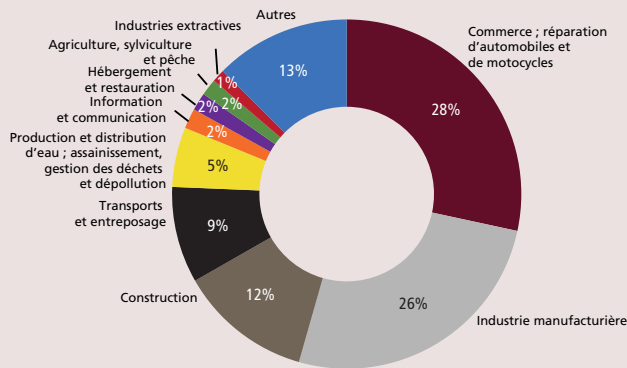
La situation financière des entreprises de l'échantillon est appréciée à travers l'évolution de leur endettement financier et commercial. Cette étude couvre une période quinquennale allant de 2013 à 2017, date la plus récente de disponibilité des états financiers centralisés.

¹⁴ Entreprises pour lesquelles les données comptables ont été réunies et fiabilisées, selon le processus de qualification de Bank Al-Maghrib.

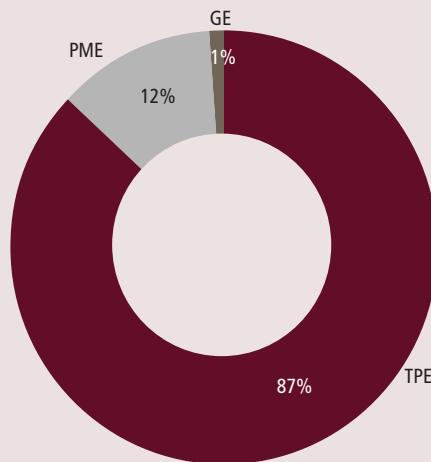
Encadré n°3 : Suite

L'échantillon couvre différents segments d'entreprises et secteurs d'activité suivant la répartition décrite comme suit :

Répartition des entreprises de l'échantillon par secteur d'activité sur la base de leur chiffre d'affaires



Répartition du nombre d'entreprises de l'échantillon selon la taille¹⁵



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

¹⁵ On entend par GE les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 175 millions de dirhams ; PME celles avec un chiffre d'affaires entre 10 et 175 millions de dirhams ; TPE celles dont le chiffre d'affaires est inférieur à 10 millions.

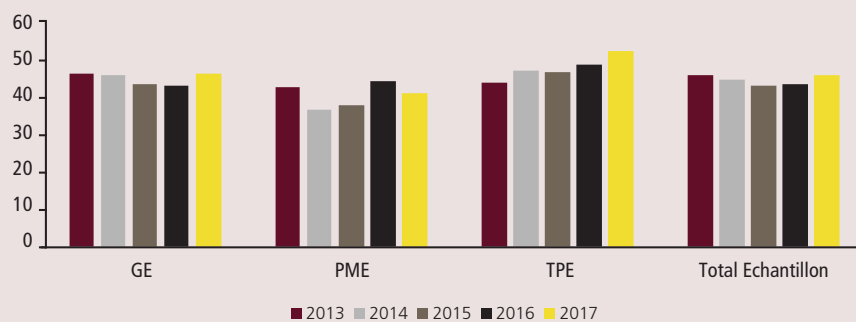
Encadré n°3 : Suite

Endettement financier des entreprises non financières :

- **Endettement financier à long terme :**

Le taux d'endettement à long terme¹⁶ des entreprises de l'échantillon s'est globalement accru pour s'établir à 48% en 2017 contre 45% une année auparavant. La hausse globale est portée essentiellement par l'accroissement de l'endettement des grandes entreprises de l'échantillon, dont le taux d'endettement a rompu avec la légère tendance baissière enregistrée entre 2013 à 2016, en progressant de 3,4 points de pourcentage d'une année à l'autre pour atteindre 48% à fin 2017.

Évolution du taux d'endettement à long terme des entreprises de l'échantillon - par taille, en %



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

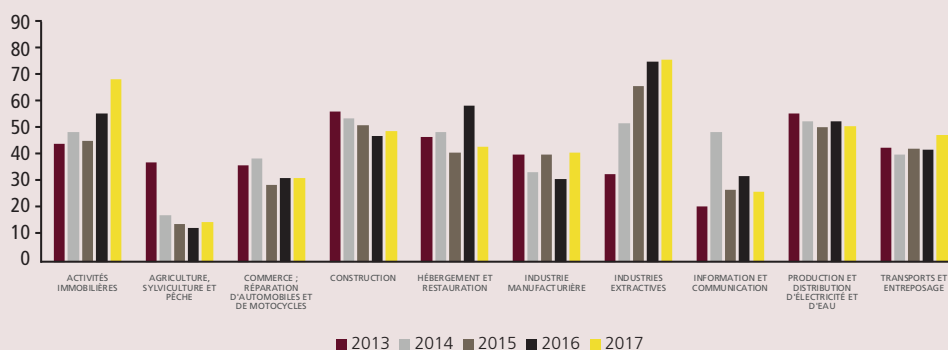
Les très petites entreprises (TPE) ont affiché, quant à elles, le taux d'endettement le plus élevé en 2017 avec 54%, en hausse de 4 points de pourcentage d'une année à l'autre. Cette augmentation provient essentiellement de la baisse des capitaux permanents de ces entreprises conjuguée à la hausse de l'encours de leur dette financière à long terme. Sur la période 2013-2017, les TPE ont enregistré un ratio d'endettement moyen de 49%.

A contrario et après l'accroissement enregistré en 2016 à 46%, le taux d'endettement des petites et moyennes entreprises (PME) est revenu à 43% en 2017, niveau quasi-similaire à celui enregistré en 2013.

¹⁶ Le taux d'endettement à long terme correspond au rapport entre la dette de financement à long terme contractée par une entreprise et ses capitaux permanents.

Encadré n°3 : Suite

Évolution de l'endettement à long terme des entreprises de l'échantillon par secteur d'activité, en %



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

L'analyse de l'endettement financier par secteur d'activité fait ressortir des niveaux et des évolutions différenciés. Les entreprises relevant des secteurs « Industries extractives », « Activités immobilières » et « Production et distribution d'électricité et d'eau » sont les plus endettées comparativement à la moyenne, avec des taux d'endettement respectifs de 77%, 70% et 52% à fin 2017. En revanche, le taux d'endettement le plus faible est observé au sein des entreprises opérant dans le secteur « Agriculture, sylviculture et pêche », affichant un taux de 15%.

Les entreprises appartenant au secteur « Activités immobilières » ont accusé la plus forte hausse du taux d'endettement (70% contre 57% en 2016), suivies par celles du secteur de « l'Industrie manufacturière » (42% contre 32%). Cependant, les entreprises ayant réduit de façon importante leur taux d'endettement, sont celles opérant dans le secteur « Hébergement et restauration », à travers une baisse de 16 points de pourcentage pour s'établir à 44% en 2017.

- **Endettement financier à court terme¹⁷ :**

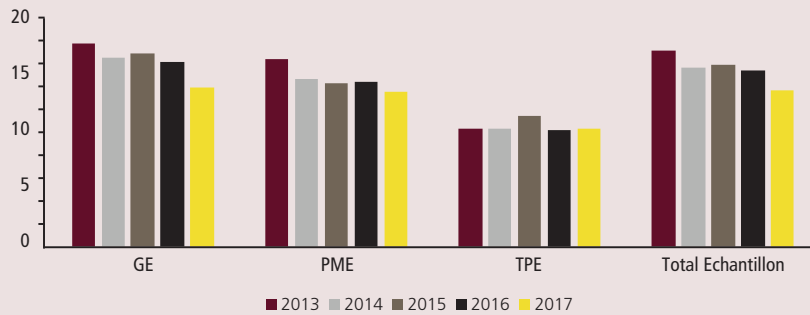
En sus de l'endettement financier à long terme, les entreprises de l'échantillon ont eu recours à la dette de trésorerie, qui a représenté globalement 14% de leur chiffre d'affaires (CA) à fin 2017. Le taux d'endettement de court terme a marqué un repli entre 2016 et 2017 pour la Grande Entreprise (GE) et la PME, s'établissant ainsi à 14%, tandis qu'il est resté pour la TPE à un niveau quasi-stable de 11% à fin 2017.

Sur la période 2013 à 2017, les GE ont bénéficié des niveaux d'endettement de trésorerie les plus élevés se situant, en moyenne sur cette période, à 17% de leur chiffre d'affaires, contre 15% pour la PME et 11% pour la TPE.

¹⁷ L'endettement à court terme est le rapport entre la dette de trésorerie et le chiffre d'affaire.

Encadré n°3 : Suite

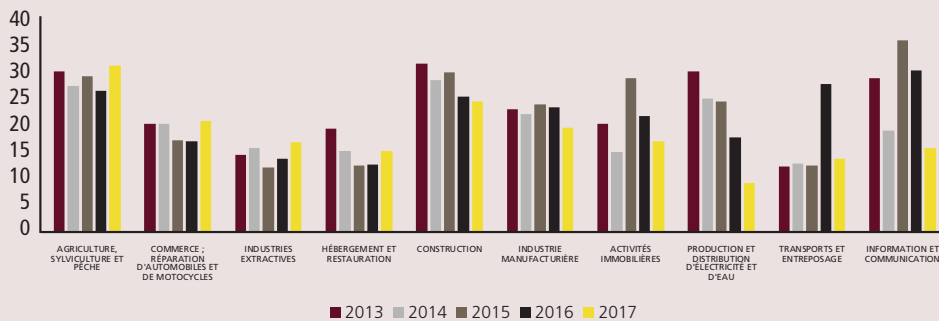
Évolution de la dette de trésorerie rapportée au CA des entreprises de l'échantillon - par taille, en %



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

Par secteur d'activité, le niveau de ce financement est très contrasté et reste inhérent à la nature des secteurs. En effet, les concours de trésorerie sont importants pour les entreprises relevant du secteur « Agriculture, sylviculture et pêche » et ont représenté, en moyenne, 22% de leur chiffre d'affaires au cours des 5 dernières années. Le secteur « Construction » vient en seconde position des financements à court terme, avec un taux moyen représentant 21% du chiffre d'affaires au cours de la période 2013 à 2017.

Évolution de la dette de trésorerie rapportée au CA des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité, en %



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

La plus forte baisse de l'endettement de trésorerie a été marquée chez les entreprises opérant dans les secteurs « Information et communication » et « Transport et entreposage », enregistrant une contraction de 11 points de pourcentage pour se situer respectivement à 12% et 10% en 2017. A l'inverse, les entreprises des secteurs « Agriculture, sylviculture et pêche » et « Commerce, réparation d'automobiles et de motocycles » se sont caractérisées par des hausses de leur dette de trésorerie, en accroissement de 3% par rapport à leur CA, s'établissant ainsi à 23% et 16% respectivement en 2017.

Encadré n°3 : Suite

Endettement inter-entreprises des entreprises non financières

• Délais de paiement inter-entreprises par taille :

Les GE continuent d'afficher les délais clients les plus courts avec 83 jours de chiffres d'affaires à fin 2017 contre 88 jours en 2016. Elles enregistrent, en revanche, les délais les plus élevés pour le règlement de leurs fournisseurs, atteignant 115 jours d'achats en 2017, en hausse de 10 jours par rapport à une année auparavant.

Dans ces conditions, les GE jouissent du décalage de trésorerie entre les règlements des clients et les paiements aux fournisseurs se reflétant sur le solde commercial¹⁸. Celui-ci s'est replié à -8 jours de chiffre d'affaires en 2017, sous l'effet d'une amélioration de leurs délais clients conjuguée à un allongement de leurs délais fournisseurs, ainsi la GE continue de se retrouver en situation emprunteuse ou débitrice.

Taille	Délais Client en jours de chiffre d'affaires					Délais fournisseurs en jours d'achats					Solde commercial en jours de chiffre d'affaires				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
GE	81	82	78	88	83	113	108	114	105	115	-1	3	-5	5	-8
PME	102	103	95	102	108	106	102	99	103	106	22	27	21	20	23
TPE	103	103	112	109	118	73	74	77	65	71	47	51	51	56	60

Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

En revanche, les délais clients des TPE et des PME se sont établis respectivement à des niveaux inquiétants de 118 et 108 jours de chiffre d'affaires, soit une dégradation de 6 jours de CA pour la PME et de 9 jours pour la TPE comparativement à 2016. Globalement, ces entreprises ont répercuté la détérioration des conditions de paiement, induits par leurs clients, à travers l'allongement des délais fournisseurs, qui se sont établis à 71 et 106 jours d'achats en 2017 respectivement pour la TPE et PME, contre 65 et 103 jours affichés en 2016.

¹⁸ Le solde commercial est calculé en rapportant la différence entre les créances clients (nettes des avances et acomptes reçus) et les dettes fournisseurs (nettes des avances et acomptes versés) au chiffre d'affaires.

Encadré n°3 : Suite

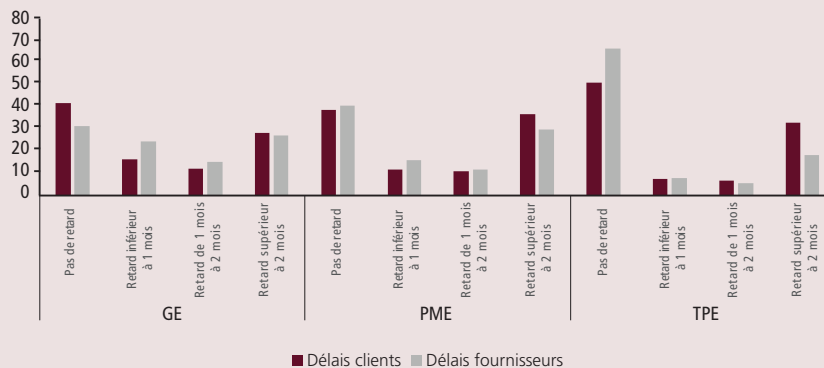
Le solde commercial, exprimé en jours de chiffre d'affaires, a de nouveau accusé une hausse pour s'établir à 60 et 23 jours respectivement pour la TPE et PME. En effet, les délais de règlement clients de ces entreprises se sont allongés de façon plus marquée que leurs délais fournisseurs et leurs décalages de trésorerie s'en sont trouvés accrus avec une position nettement prêteuse ou créditrice.

La répartition des paiements par tranche de délais met en exergue le rapport de force en faveur des grandes entreprises, disposant généralement d'un pouvoir de négociation dans leurs relations commerciales avec leurs partenaires notamment de plus petite taille.

Certaines grandes entreprises retardent les paiements de leurs fournisseurs, notamment les plus petits. Ainsi, près de deux grandes entreprises sur trois (68%) paient leurs fournisseurs en retard (au-delà du délai légal maximal de 60 jours) et 28% d'entre elles règlent leurs fournisseurs (délai dépassant les 120 jours).

Concernant les TPE, plus de 68% respectent le délai réglementaire de 60 jours pour payer leurs fournisseurs. Néanmoins, 19% d'entre elles accusent un retard de paiement fournisseurs supérieur à 2 mois.

Répartition des délais de paiement par tranche et par taille d'entreprise en 2017, en %



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

Encadré n°3 : Suite

S'agissant des règlements clients, les PME sont les plus exposées aux retards de paiement les plus allongés, avec 37% se faisant régler dans un délai supérieur à 120 jours. Le même constat est observé dans le compartiment de la TPE ; près d'une TPE sur trois enregistre un retard de paiement clients supérieur à 2 mois.

- **Délais de paiement par secteur d'activité :**

La disparité des expositions aux retards de paiement est encore plus accentuée. En effet, l'hétérogénéité des délais de paiements d'un secteur d'activité à un autre est principalement attribuable à la nature de la clientèle (entreprises du secteur public, ou du secteur privé, ménages) et à la structure et au poids des entreprises qui opèrent dans chacun des secteurs (GE, PME ou TPE).

Secteur d'activité	Délais Client en jours de chiffre d'affaires			Délais fournisseurs en jours d'achats			Solde commercial en jours de chiffre d'affaires		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Activités immobilières	155	102	97	153	124	102	81	44	45
Agriculture, sylviculture et pêche	75	76	106	87	82	119	5	7	10
Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles	101	103	103	86	82	83	27	28	28
Construction	106	109	113	67	58	59	50	63	66
Hébergement et restauration	27	27	26	43	46	40	-4	-7	-9
Industrie manufacturière	122	127	126	86	82	69	58	60	62
Industries extractives	165	153	163	135	94	120	71	73	53
Information et communication	107	109	104	73	59	57	51	68	65
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné	70	65	57	60	57	38	15	7	12
Transports et entreposage	147	124	121	66	54	54	98	79	76

Encadré n°3 : Suite

L'analyse sectorielle des délais de paiement clients fait ressortir qu'en 2017, les entreprises opérant dans le secteur « Industries extractives » ont subi les délais de règlement les plus longs se situant en moyenne à 163 jours de chiffre d'affaires, tandis que les entreprises du secteur « Hébergement et restauration » ont bénéficié des délais de règlement les plus courts à 26 jours.

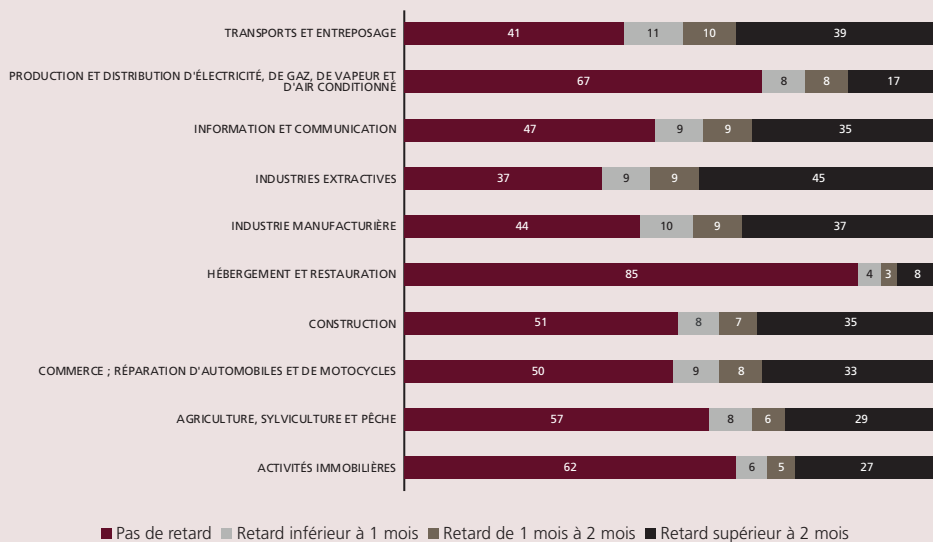
S'agissant des délais fournisseurs, les entreprises qui retardent le plus le règlement de leurs fournisseurs (en moyenne) sont celles appartenant aux secteurs « Agriculture, sylviculture et pêche » et « Activités immobilières » affichant des niveaux très élevés se situant respectivement à 119 et 102 jours d'achats. Cependant, il est à noter que les entreprises du secteur « Activités immobilières » sont celles qui ont fortement diminué leurs retards de paiement, ainsi les délais fournisseurs y afférents se sont rétrécis de 29 jours d'achats à fin 2016 et de 22 jours en 2017. Les fournisseurs des entreprises du secteur « Agriculture, sylviculture et pêche » ont vu leurs conditions de paiement se dégrader vigoureusement, pâtissant d'un allongement de leurs délais de règlement de 38 jours d'achats en 2017.

Les délais les plus courts des règlements fournisseurs ont été enregistrés dans les secteurs « Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné » et « Hébergement et restauration » enregistrant des niveaux respectifs de 38 et 40 jours d'achats.

Dans le secteur « Hébergement et restauration », le crédit inter-entreprises constitue une ressource financière représentant 9 jours de chiffre d'affaires. Les entreprises de ce secteur bénéficient d'un avantage structurel, étant donné que la clientèle est majoritairement composée des particuliers. Parallèlement, les secteurs « Transports et entreposage » et « Construction » sont fortement prêteurs dégageant respectivement un solde commercial de 76 et 66 jours de chiffres d'affaires en 2017.

Encadré n°3 : Suite

Répartition des délais de paiement clients par tranche et par secteur d'activité en %, en 2017



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

Les retards des encaissements clients, supérieurs à 2 mois, concernent 45 % des entreprises appartenant au secteur « Industries extractives », ce qui fragilise leur trésorerie.

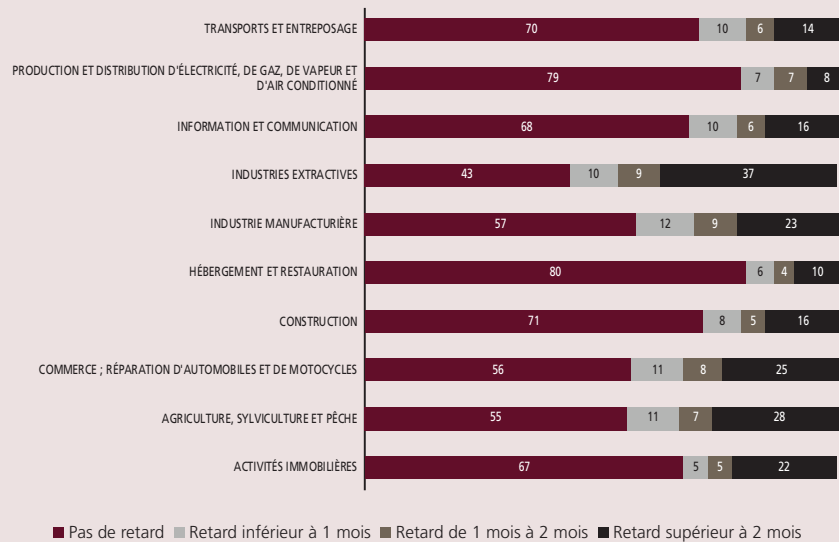
Le secteur « Hébergement et restauration », ayant un avantage structurel en matière de délais clients, bénéficie d'un nombre de retards très faible se situant à seulement 15% de paiements au-delà du délai règlementaire.

Les secteurs « Construction » et « Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles », qui sont les plus représentés¹⁹ dans l'échantillon, affichent des comportements de paiement similaires de la part de leurs clients. En effet, près d'une entreprise sur deux relevant desdits secteurs fait l'objet d'un règlement de la part des clients dans les délais règlementaires (inférieurs à 60 jours). En matière de délais de paiement de leurs fournisseurs, ces entreprises ressortent avec des taux de règlements non tardifs respectivement de 71% et 56%.

¹⁹ Représentant 51% des entreprises de l'échantillon réparties comme suit : 28% pour les entreprises du secteur « Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles » et 23% pour celles relevant de la « Construction ».

Encadré n°3 : Suite

Répartition des délais de paiement fournisseurs par tranche et par secteur d'activité en %, en 2017



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

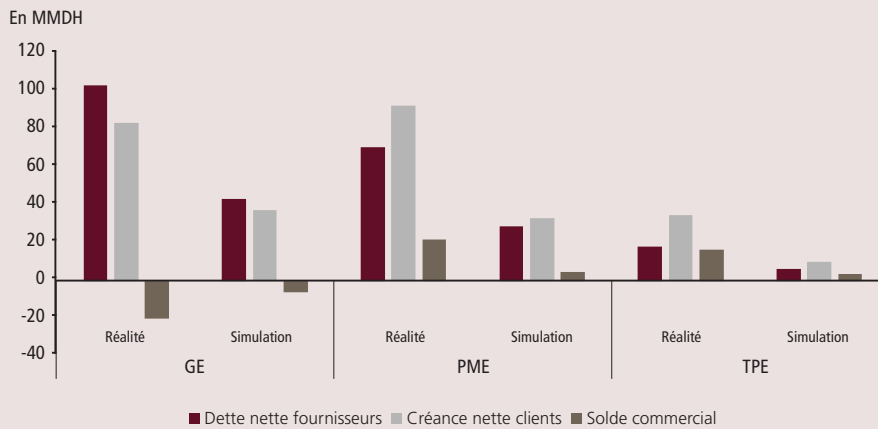
Les entreprises du secteur « Industries extractives », subissant les plus importants retards de règlement de leurs clients (avec plus de 63% des paiements qui dépassent le délai légal), impactent ces retards sur avec un taux de règlement tardif (dépassant la limite légale de 60 jours) de 57%.

Retards de paiement : Source de risques pour la trésorerie des entreprises

L'impact des retards de paiement sur la trésorerie des entreprises non financières pourrait être appréhendé à travers le rapprochement entre la différence issue des créances clients et dettes fournisseurs des états bilanciaux et celle résultant d'une simulation où aucun retard de règlement clients et fournisseurs n'est constaté. Cette simulation a été calibrée en alignant à 60 jours tous les délais de paiement, clients et fournisseurs, de chacune des entreprises de l'échantillon dont les délais de règlement dépassent le délai réglementaire. Cette simulation renseignerait sur les effets de la réduction des retards de paiement sur la trésorerie.

Encadré n°3 : Suite

Impact d'absence de retards de paiement sur la trésorerie



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

En cas de normalisation à 60 jours de tous les règlements des créances clients et dettes fournisseurs en retard, une nette amélioration de la trésorerie de la TPME serait constatée. Ainsi, la trésorerie, dont profiteraient les TPE si aucun retard de paiement n'était observé, serait de 13 milliards de dirhams. Ce même constat est observé pour la PME à travers un gain de trésorerie de 17 milliards de dirhams.

CHAPITRE 3

SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES

APERÇU

Dans une conjoncture porteuse de risque, le système financier est parvenu à consolider sa situation financière et a fait preuve de résilience.

Concernant le secteur bancaire, les banques ont dégagé, au terme de l'année 2018, un bénéfice net cumulé de 11,2 milliards de dirhams en progression de 2,9%, après une hausse plus marquée en 2017 de 17,6%. Cette évolution recouvre une hausse modérée du PNB et une augmentation importante du coût du risque. En effet, ce dernier a affiché une progression de 15,9% après un recul de 22,8% enregistré en 2017, cumulant ainsi 7,8 milliards de dirham et absorbant près de 33% du résultat brut d'exploitation. Ceci est attribuable principalement à la hausse des dotations aux provisions pour risques généraux et de celles constituées pour la couverture des créances en souffrance (+8,7%).

La qualité des portefeuilles des crédits des banques a été impactée par le contexte économique peu favorable, le volume des créances en souffrance a augmenté de 3,7% en 2018 contre 2,3% une année auparavant, pour atteindre 65,3 milliards de dirhams. Ces créances sont couvertes par des provisions spécifiques à hauteur de 69%, contre 71% l'année dernière.

Au plan de la capitalisation, les fonds propres prudentiels des banques ont vu leur rythme de croissance s'accélérer à 10% contre 3,5% en 2017, par le biais principalement des émissions de dettes subordonnées, d'une augmentation de capital et du report d'une partie des résultats dégagés. Ils ont totalisé près de 138 milliards de dirhams. Le ratio de solvabilité moyen des banques et celui de catégorie 1 se sont ainsi améliorés à 14,7% et 10,9% contre respectivement 13,8% et 10,7% une année auparavant.

Les tensions sur la liquidité des banques se sont de nouveau accentuées en 2018, suite notamment à la hausse importante de la circulation fiduciaire et la baisse des réserves de change. Ainsi, le recours par les banques aux avances de la Banque centrale a augmenté, totalisant un encours de 62,2 milliards de dirhams en moyenne, en hausse de près de 21 milliards de dirhams par rapport à l'année 2017.

Les bons fondamentaux du secteur bancaire ont été de nouveau confirmés par les résultats des exercices de stress-test simulant des chocs issus des conditions macroéconomiques, de leurs expositions intra-financières et de celles émanant des filiales étrangères.

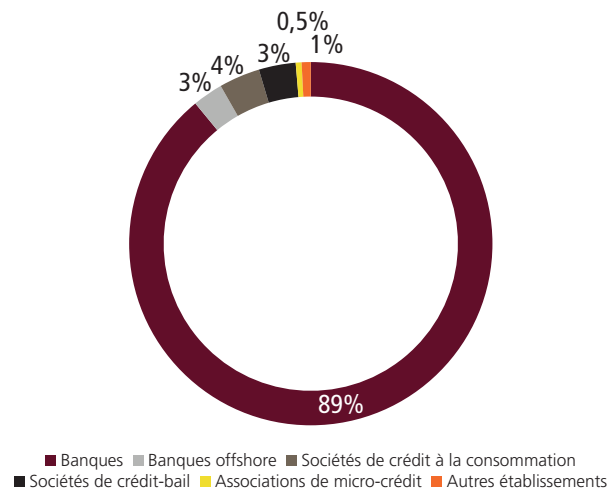
Pour sa part, le secteur des assurances continue de faire preuve de solidité. Il a vu son activité progresser de nouveau avec un chiffre d'affaires de 43,1 milliards de dirhams, en progression de 6% après 9,1% en 2017. Néanmoins et sous l'effet conjuguée de la baisse du résultat net et de l'augmentation des fonds propres, le rendement des capitaux (ROE) reste à un niveau appréciable de 9,4%, contre une moyenne sur les cinq dernières années de 9,7%. Quant aux plus-values latentes, elles ont enregistré un recul de 20,3% en lien essentiellement avec la contreperformance du marché boursier en 2018 conjuguée à une légère dépréciation du compartiment obligations. S'agissant du ratio rapportant les actifs liquides des entreprises d'assurances à leurs passifs exigibles, il s'est établi à 273%, contre 269% en 2017. La marge de solvabilité s'est située à 414% contre 449% un an auparavant (soit plus de quatre fois le minimum réglementaire requis). Ne couvrant que le risque de souscription, ces excédents de marge devraient se réduire de manière significative avec le passage vers un régime prudentiel de solvabilité basée sur les risques prenant en compte l'ensemble des risques dans le calcul des fonds propres minimums requis.

Par ailleurs, les exercices de stress tests réalisés ont fait ressortir de nouveau la résilience des entreprises d'assurances aux chocs sur le portefeuille actions et immobilier ainsi que ceux émanant des conditions macroéconomiques.

III.1 SECTEUR BANCAIRE²⁰

Le total bilan du secteur financier a enregistré une hausse annuelle de 5,4%. Le secteur bancaire²¹ continue d'en représenter environ les deux tiers. Il reste dominé par trois banques d'importance systémique qui se partagent à elles seules 64,3% de l'actif, 63,7% des crédits et 65% des dépôts du secteur contre respectivement 65,4%, 64,1% et 65,9% en 2017.

Composition du secteur bancaire -Part dans le total actif



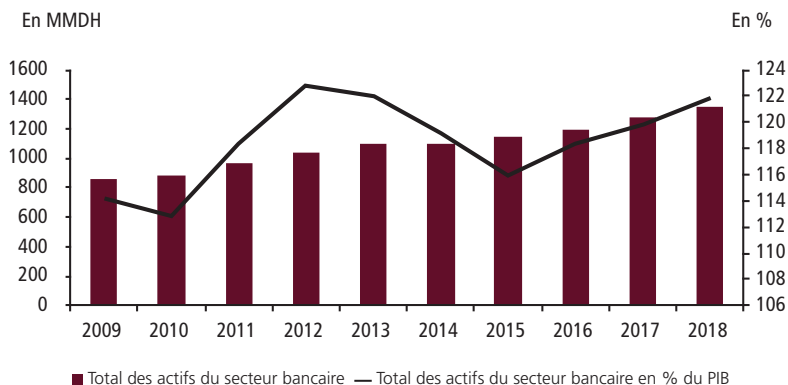
Le total bilan des banques a continué de croître, pour atteindre 121% du PIB

Le volume d'activité bancaire, appréhendé par le total-bilan du secteur bancaire, a connu une hausse de 5,9% d'une année à l'autre, après 6,2% en 2017 et 4,7% en 2016, pour atteindre 1.349 milliards de dirhams. Rapporté au PIB, ce total-actif a représenté 121% contre 120% une année auparavant. La part des banques à capital majoritairement domestique privé dans le total actif est de 65,2% contre 16,4% pour les banques à capital majoritairement étranger et 18,5% pour les banques à capital majoritairement public.

²⁰ Cette section fait ressortir les principaux indicateurs de solidité du secteur bancaire sur base sociale.

²¹ Il est à rappeler que le paysage bancaire s'est enrichi par cinq banques et trois fenêtres participatives, dont l'activité n'a réellement démarré qu'à partir de l'année 2018. Les données sur les banques participatives sont prises en compte dans les analyses présentées.

Évolution de la taille du secteur bancaire



Source : BAM

La structure des bilans des banques est restée quasi-stable comparativement aux dernières années

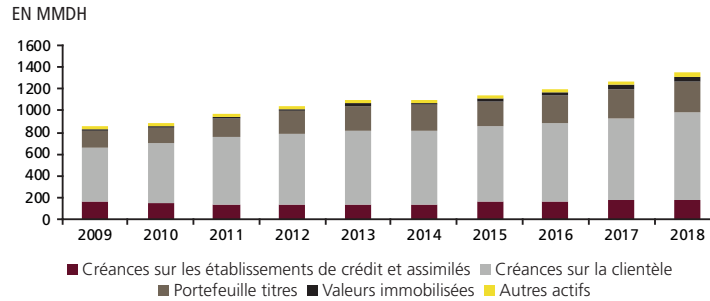
Du côté des emplois, les crédits à la clientèle continuent de représenter une part prédominante qui s'est établie à 59,5% à fin 2018 contre 58,6% un an auparavant. Ils ont ainsi progressé de 7,8% contre 4% pour l'année précédente, soutenus notamment par les facilités accordées pour le financement du crédit TVA, ainsi que l'intégration des concours octroyés par les banques participatives de 4,6 milliards de dirhams contre 0,2 milliards en 2017.

Les créances sur les établissements de crédit et assimilés ont vu, quant à elles, leur part reculer à 13,6% en 2018 contre 14,3% en 2017, s'établissant ainsi à 183,2 milliards de dirhams en 2018.

Par type de monnaie, les créances²² libellées en devises ont progressé de 1,4% à près de 71,5 milliards de dirhams, soit 5,3% du total actif. Par ailleurs, le portefeuille titres des banques a décéléré en 2018, revenant à 2,6% après 11,7% un an plutôt. Son volume ressort à 281 milliards de dirhams, maintenant une part de près de 21% dans le total actif. Les bons du Trésor qui en constituent 52,3%, ont progressé de 5,7%, s'établissant à 147,1 milliards de dirhams.

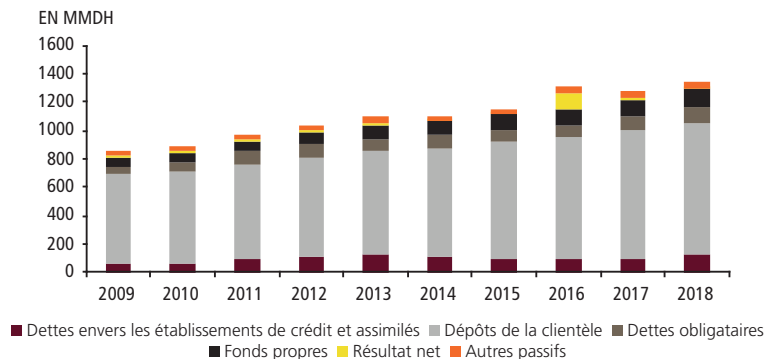
²² Créances sur les établissements de crédit et crédits de la clientèle.

Évolution de la structure des emplois des banques



S’agissant de la structure des ressources des banques, elle reste globalement stable. Ces ressources demeurent constituées essentiellement des dépôts collectés auprès de la clientèle qui ont enregistré une hausse de 27,5 milliards de dirhams d’une année à l’autre, pour atteindre 931 milliards de dirhams à fin 2018. S’ensuivent, les dettes envers les établissements de crédit qui ont totalisé en 2018 un montant de 130,5 milliards de dirhams, en nette progression de 30,2% après 7% en 2017, reflétant, dans un contexte de resserrement de la liquidité, l’accentuation du besoin de refinancement des banques auprès de la banque centrale. Ces évolutions ont porté la part des dépôts de la clientèle et celle des dettes en provenance des établissements de crédit à 68,9% et 9,7% respectivement, contre 70,8% et 7,9% un an auparavant.

Évolution de la structure des ressources des banques

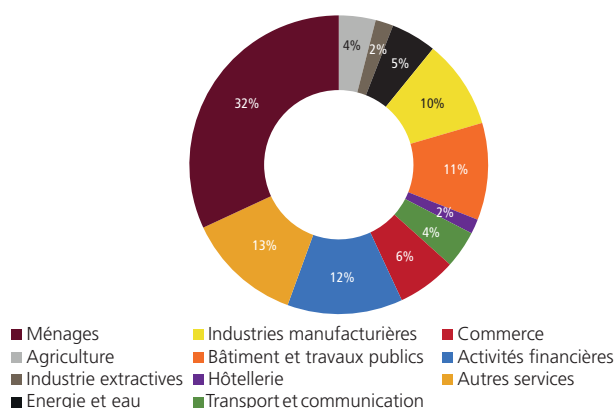


Le portefeuille crédit à la clientèle demeure diversifié sur le plan sectoriel

Les crédits par décaissements des banques se sont établis à 891 milliards de dirhams en 2018 contre 837 milliards de dirhams en 2017, en hausse de 6,5% contre 3,2% une année auparavant. Compte non tenu de l’opération d’affacturation du crédit TVA, cette progression serait de 3,3%.

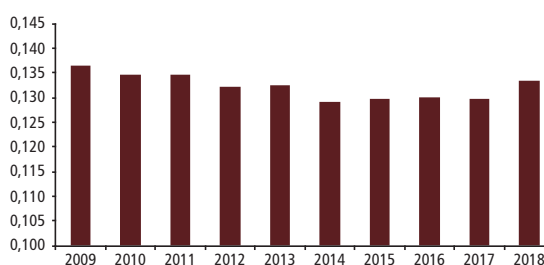
La répartition sectorielle de ces crédits demeure diversifiée, avec une part importante pour les ménages qui constituent les premiers bénéficiaires avec 32% du total des crédits, suivis par les « activités financières » avec une part de 12%. Les secteurs des « bâtiments et travaux publics » ainsi que des « industries manufacturières » représentent chacun respectivement 11% et 10% du total des crédits, puis les secteurs du commerce (6%) et celui de l'énergie et eau (5%). L'indice de concentration IHH²³ s'est établi à 0,134 en 2018 en légère hausse par rapport aux trois dernières années (0,130).

Répartition sectorielle des crédits par décaissement des banques à fin 2018



Source : BAM

Indice HHI mesurant la concentration des crédits aux entreprises



Peristance de la vulnérabilité des banques face au risque de concentration sur les grands débiteurs

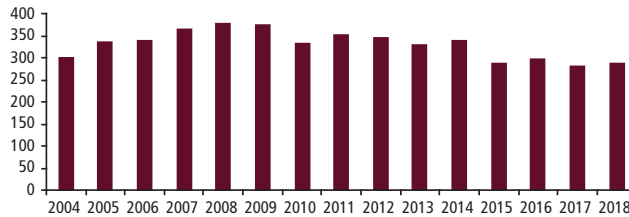
Les engagements bilan et hors-bilan portés par les banques sur les grands débiteurs²⁴ ont marqué une progression de 3,6% à fin 2018, pour totaliser 368 milliards de dirhams dont 38,1% concernent les 10 plus grands groupes.

Les prêts et titres de créance, représentant la part majoritaire des expositions bilan et 61% du total des crédits accordés aux entreprises, ont connu une hausse de 12% en 2018 contre une baisse de 1% en 2017. Ainsi, le niveau de concentration s'est établi à 2,7 fois les fonds propres des banques.

²³ L'Indice de Herfindahl - Hirschmann (IHH) mesurant la concentration, sa valeur varie entre 0 et 1. Plus cette valeur est élevée, plus la concentration est importante.

²⁴ Un grand débiteur est entendu comme toute contrepartie bénéficiant d'un crédit supérieur ou égal à 5% des fonds propres de la banque.

Expositions des banques sur les grands débiteurs (en % des fonds propres prudentiels des banques)

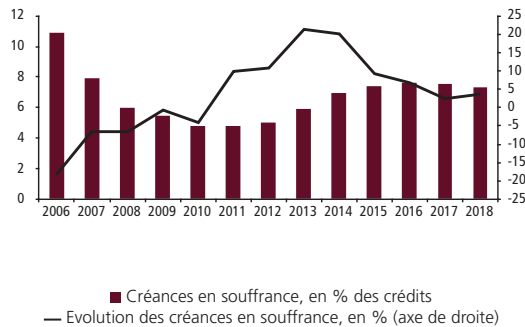


Source : BAM

Le taux des créances en souffrance a affiché une moyenne de 7,3% à fin 2018

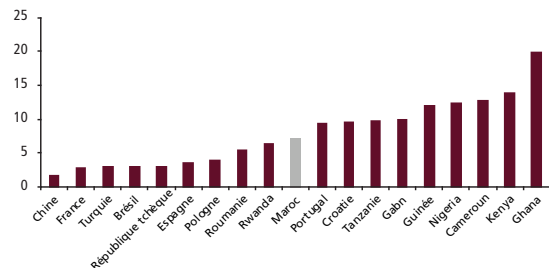
Les créances en souffrance ont enregistré une hausse de 3,7% contre 2,3% une année auparavant, pour atteindre 65,3 milliards de dirhams. Cet accroissement a concerné principalement les crédits aux ménages (+2,7 milliards de dirhams par rapport à 2017). Les créances en souffrance des entreprises ont connu une baisse de près de 1%. Le taux des créances en souffrance moyen s'est ainsi établi à 7,3% contre respectivement 7,5% et 7,6 % en 2017 et 2016.

Évolution des créances en souffrance des banques



Source : BAM

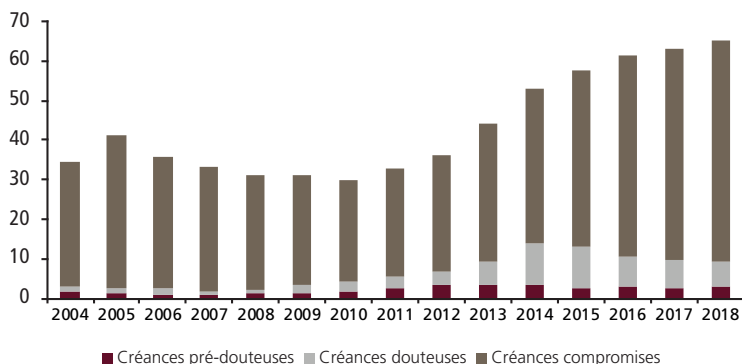
Ratio des créances en souffrance rapportées au crédit, en %



Source : FMI

Par catégorie, les créances compromises, qui continuent de former une part prépondérante de 86%, ont enregistré un surplus de 2,5 milliards de dirhams par rapport à 2017, totalisant un encours de 56 milliards de dirhams. La catégorie pré-douteuse, dont la part est de 4% du total, a connu une hausse de 5,2% comparativement à une année auparavant. Les créances douteuses ont, quant à elles, baissé de 5,7% à fin 2018 avec une part de 10%.

Créances en souffrance des banques par catégorie, en milliards de dirhams

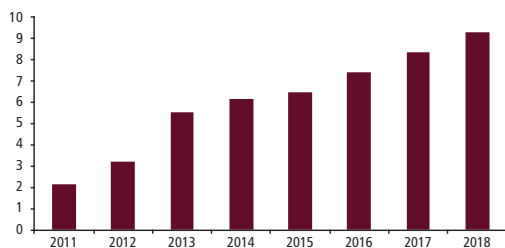


Source : BAM

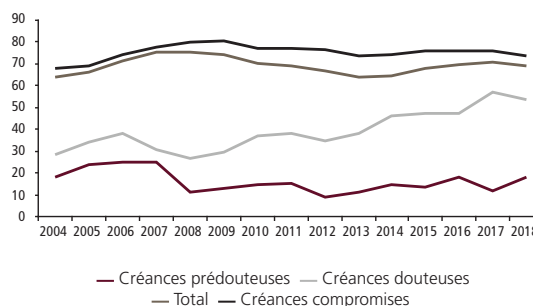
Les provisions pour créances en souffrance ont progressé de 1% à fin 2018, ramenant le taux de couverture des créances en souffrance à 69% contre 71% une année auparavant. Ventilé par catégorie de créances en souffrance, ce taux ressort à 74% pour la catégorie compromise, 54% pour la catégorie douteuse et 18% pour la catégorie pré-douteuse.

Les banques ont également constitué des provisions à caractère général, d'un montant de 9,3 milliards de dirhams, en hausse de près de 11% par rapport à fin 2017. Ces provisions constituent, à côté des fonds propres prudeniels, des matelas visant à préserver les banques en cas de survenance d'éventuels chocs de crédit.

Évolution des provisions à caractère général constituées par les banques, en milliards de dirhams



Taux de couverture par catégorie de créances, en %

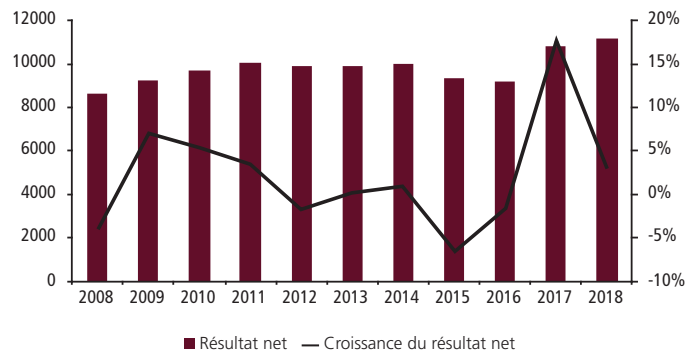


Source : BAM

Le secteur bancaire continue de préserver sa rentabilité malgré la hausse importante du coût du risque des banques

En dépit de la hausse significative de la charge du risque au cours de l'année 2018, les banques ont réussi à dégager un résultat net bénéficiaire de 11,2 milliards de dirhams (en progression de 2,9% contre 17,6%²⁵ en 2017).

Évolution du résultat net des banques, en millions de dirhams



Source : BAM

Le produit net bancaire, totalisant 47,2 milliards de dirhams, a affiché une croissance de 2,8% en glissement annuel, porté par la progression de la marge d'intérêt (+4,3%) et celle sur commissions²⁶ (+5,3%). Les résultats des activités de marché ont, pour leur part, de nouveau baissé (-7,1% contre -12,7% une année auparavant). Cette situation s'explique par un repli du résultat des opérations sur titres de transaction²⁷ et de placement et d'une progression du résultat sur opérations de change.

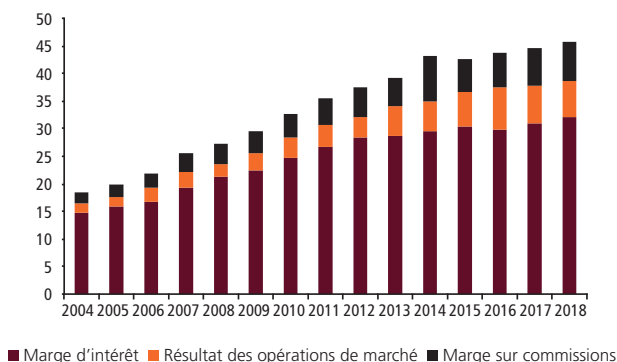
Par composante, la marge d'intérêt demeure globalement prépondérante avec une part de 68% en 2018 s'établissant à 32,2 milliards de dirhams, soit une hausse de 4,3% contre 3,8% en 2017. Quant à celle de la marge sur commissions, cumulant un montant de 7,3 milliards, elle demeure stable 15%. La contribution des opérations de marché dans le PNB s'est de nouveau réduite à 13% contre respectivement 15% et 17% en 2017 et 2016.

²⁵ Sur la base du résultat net normatif de l'exercice 2016 (retraité d'une opération exceptionnelle significative).

²⁶ Hausse induite par celle des commissions sur prestations de service.

²⁷ En lien avec une hausse des taux obligataires.

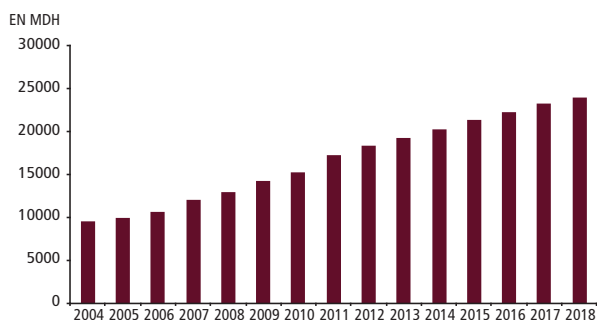
Évolution des composantes du PIB des banques, en milliards de dirhams



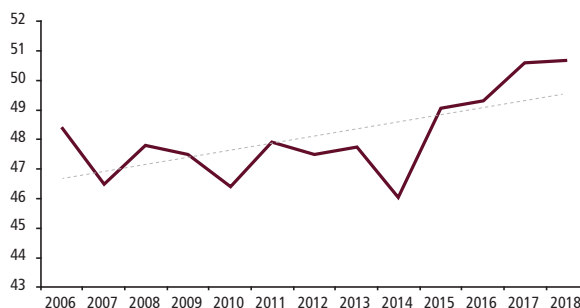
Source : BAM

Les charges d'exploitation ont progressé au même rythme que le PNB, soit une hausse de 2,9%, après 4,6% en 2017, maintenant le coefficient d'exploitation à un niveau de 50,7%.

Charges générales d'exploitation



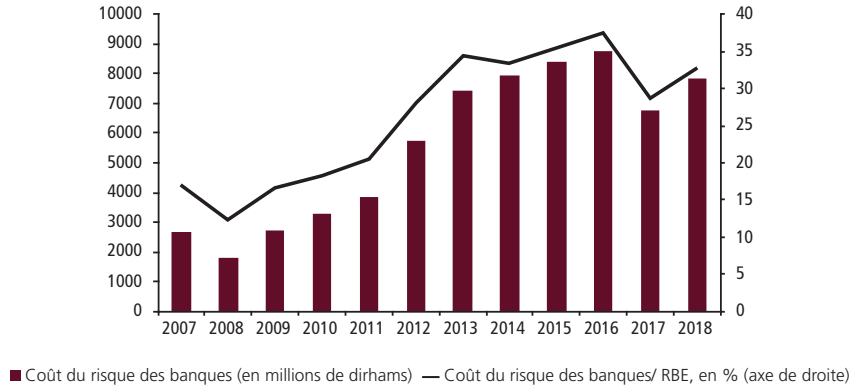
Coefficient moyen d'exploitation, en %



Source : BAM

Le coût du risque des banques, correspondant aux dotations nettes de reprises aux provisions, a absorbé près de 32,8% du RBE et a affiché une progression importante (+15,9%) après un recul de 22,8% enregistré en 2017, cumulant ainsi 7,8 milliards de dirhams. Ceci est attribuable à la hausse des dotations aux provisions pour les créances en souffrance (+8,7%) conjuguée à celle des autres dotations nettes de reprises (38,5%). Rapporté à l'encours des crédits, le coût du risque s'est établi à 0,9% contre 0,8% une année auparavant.

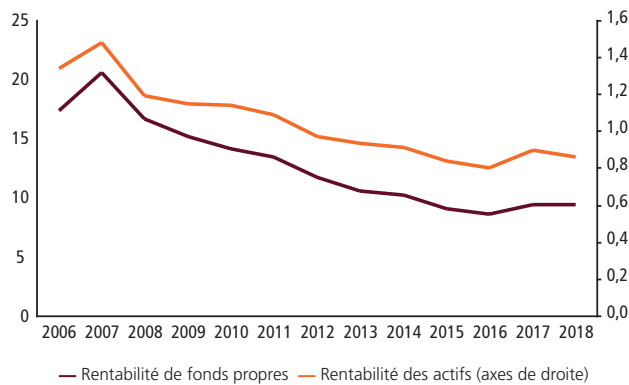
Coût du risque des banques rapporté au RBE



Source : BAM

Compte tenu de ces évolutions, la rentabilité des actifs (ROA) s'est établie à 0,9% et celle des fonds propres à 9,5%.

Profitabilité des banques, en %



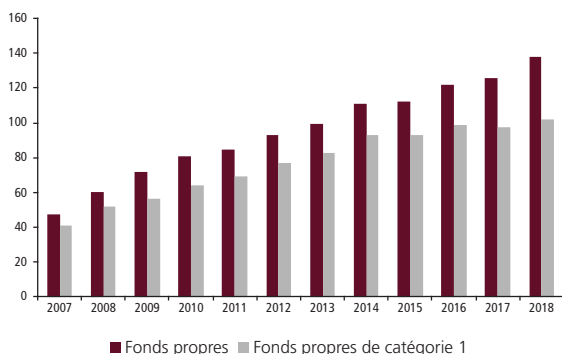
Le secteur bancaire reste globalement bien capitalisé

Au titre de l'année 2018, les banques ont totalisé des fonds propres prudentiels d'un montant de 138 milliards de dirhams, en hausse de 10% reflétant un additionnel de 12,3 milliards de dirhams par rapport à fin décembre 2017. Ce surplus a été constitué de fonds propres de catégorie 2 principalement, des émissions de dettes subordonnées (+9,6 milliards de dirhams) et d'instruments de fonds propres de base (+3,9 milliards de dirhams) en lien avec une opération d'augmentation de capital et la mise en réserve d'une partie des résultats dégagés.

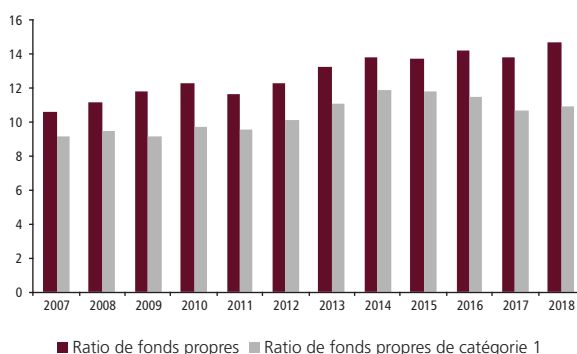
Pour leur part, les actifs nets pondérés aux risques ont marqué une décélération de 3% contre 5,9% à fin 2017 et sont répartis à hauteur de 85% au titre du risque de crédit, 9% au titre du risque opérationnel et 6% pour les risques de marché.

Ainsi, le ratio de solvabilité moyen des banques s'est amélioré à 14,7% contre 13,8% en 2017 et le ratio de fonds propres de catégorie 1 s'est maintenu à 10,9%. Les deux ratios sont supérieurs aux minimas réglementaires (respectivement 12% et 9%).

Fonds propres prudeniels des banques -base sociale (en milliards de dirhams)



Ratio de fonds propres des banques - base sociale, en %

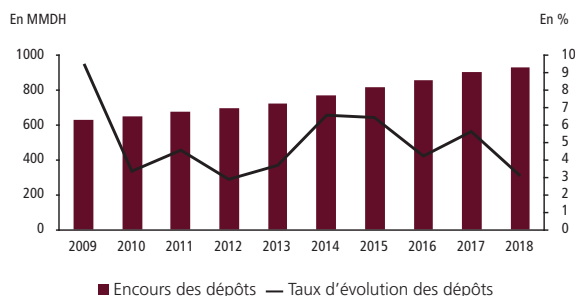


Source : BAM

Les tensions sur la liquidité des banques se sont de nouveau accentuées en 2018, suite notamment à la hausse importante de la circulation fiduciaire et la baisse des réserves de change

Dans un contexte caractérisé par une accentuation des besoins en liquidité des banques, en lien notamment avec l'augmentation importante de la circulation fiduciaire et la diminution des réserves de change, les banques se sont financées essentiellement des dépôts de leurs clientèle malgré leur décélération, et dans une moindre mesure de leurs émissions sur le marché de la dette obligataire.

Évolution des dépôts collectés auprès de la clientèle



Dette obligataire émise par les banques, variation en %



Source : BAM

Ralentissement des dépôts en 2018, notamment ceux des particuliers

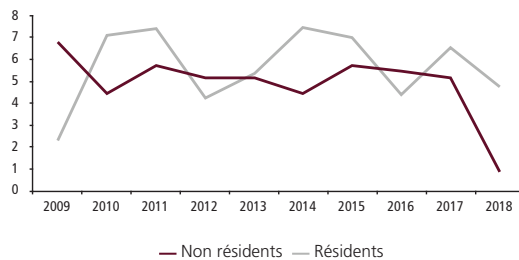
Les dépôts collectés par les banques auprès de leur clientèle ont totalisé un encours de 929,6 milliards de dirhams à fin 2018, enregistrant un ralentissement à 3,1% contre 5,6% un an auparavant. Cette évolution recouvre une décélération des dépôts à vue et des comptes sur carnet de respectivement 2,6% et 3,5% en 2018 après 8,4% et 5,4% en 2017 et 7,9% et 5,7% en 2016.

L'examen de l'évolution des dépôts par agent économique indique une décélération des dépôts des particuliers, aussi bien des résidents que des MRE. Ainsi, les dépôts des particuliers résidents, constituant près de la moitié du total des dépôts, ont augmenté de 4,7% en 2018, après une hausse de 6,5% une année auparavant. Dans le même temps, les dépôts des MRE ont enregistré une hausse limitée de 0,9% contre 5,1% en 2017.

Les dépôts des entreprises privées non financières, représentant près de 20% du total des dépôts, se sont établis à 181 milliards de dirhams, enregistrant une progression de 3,9% après 3,6% observée en 2017.

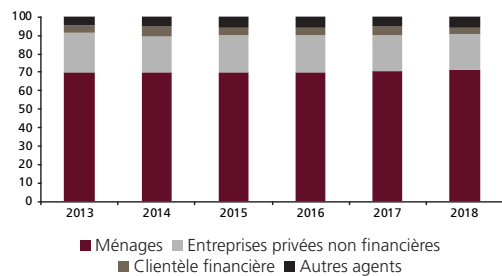
Parallèlement, les dépôts de la clientèle financière, de nature plus volatile, représentant une part relativement faible de près de 4% du total, ont affiché une baisse de 20,4% en 2018 contre une hausse de 25,8% une année auparavant.

Évolution des dépôts des particuliers résidents et des non résidents, en %



Source : BAM

Structure des dépôts par agent économique, en %

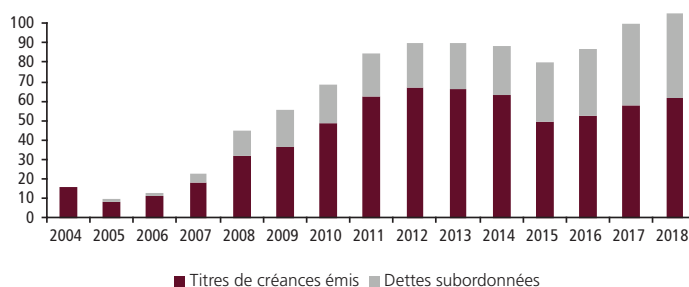


Dans un contexte de resserrement de liquidité, le recours des banques aux avances de Bank Al-Maghrif s'est accru et leur refinancement via le marché de la dette obligataire a décéléré

L'encours de la dette obligataire des banques a augmenté de près de 6 milliards de dirhams d'une année à l'autre, pour s'établir à 105,4 milliards. Sa part est demeurée stable à 7,8% dans le total des ressources des banques par rapport à 2017. Toutefois, son rythme de progression a décéléré à 6,1% après 14,2% en 2017.

Cette dette est composée à hauteur de 59% de titres de créance émis, qui ont augmenté de 6,7% contre 9,9% en 2017, pour s'établir à 61,7 milliards de dirhams. Les émissions des dettes subordonnées, quant à elles, ont décéléré plus rapidement, leur montant global s'est ainsi établi à 43,7 milliards de dirhams, en progression de 5,3% contre 20,6% en 2017 et 13,7% en 2016.

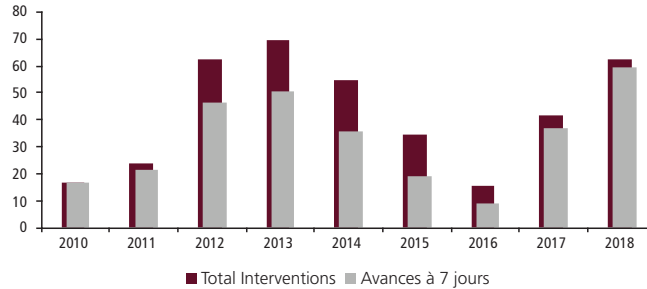
Évolution de la dette obligataire émise par les banques, en milliards de dirhams



Source : BAM

Les banques ont accru leur recours aux avances de la Banque centrale. Le montant de ces avances s'est élevé à 62,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, soit une hausse de près de 20 milliards de dirhams par rapport à l'année 2017. Ces injections de liquidité ont porté essentiellement sur les avances à 7 jours à hauteur de 59 milliards de dirhams environ contre 37 milliards de dirhams en 2017. De leur part, les prêts garantis au titre du programme de soutien au financement des TPME, se sont établis en moyenne à 2,9 milliards de dirhams en 2018 contre 3,2 milliards un an auparavant.

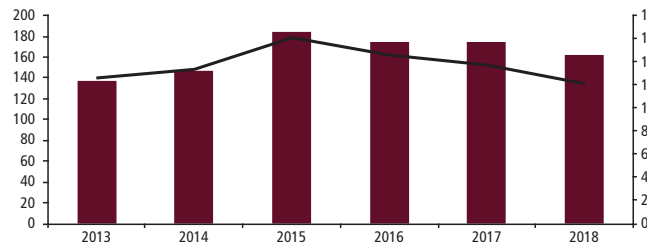
Interventions de la banque centrale, en milliards de dirhams



Source : BAM

Les actifs liquides et réalisables des banques, constitués essentiellement de Bons de Trésor, ont totalisé près de 162 milliards de dirhams en 2018, en baisse de 7%, après une hausse limitée de 0,2% en 2017. Cette contraction est imputable notamment à la hausse importante de 32,3% (19,4 milliards de dirhams) des valeurs données en pensions. Dans ce contexte de resserrement de leur position de liquidité en dirhams, la part des actifs liquides dans le total des emplois s'est établie à 12,1% contre 13,7% une année auparavant.

Part des actifs liquides et réalisables dans le total actif, en %



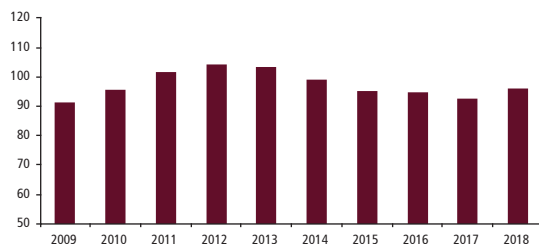
Source : BAM

Au regard de ces évolutions, le taux d'emploi pour l'ensemble des banques, calculé sur la base du rapport entre les crédits et les dépôts bancaires, s'est établi à 96% en 2018 contre 93% en 2017.

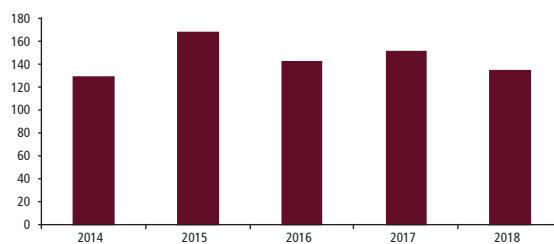
Parallèlement, le secteur bancaire a affiché tout au long de l'année 2018 un ratio LCR²⁸ largement supérieur au seuil réglementaire qui s'est établi à 135% en 2018 après 152% une année auparavant. Ce ratio se situe au-delà du minimum réglementaire exigible, de 90% en 2018, qui sera rehaussé en 2019 à 100% au terme de la période transitoire.

²⁸ Ratio rapportant les actifs liquides de haute qualité aux sorties nettes de trésorerie sur une période de 30 jours.

Évolution du coefficient d'emploi des banques, en % (crédits/dépôts)



Ratio LCR, en %



Source : BAM

Les banques marocaines demeurent globalement résilientes face aux chocs macroéconomiques

Bank Al-Maghrib conduit régulièrement des stress tests macro visant à évaluer l'impact de chocs des conditions macroéconomiques sur le secteur bancaire. Le stress test réalisé au titre de l'année 2018, se décline en deux scénarii; un scénario de base bâti à partir des prévisions macroéconomiques de Bank Al-Maghrib, et un scénario extrême supposant la matérialisation de chocs macroéconomiques sévères.

Concernant le scénario de base, il s'appuie sur les prévisions macroéconomiques de juin 2019 selon lesquelles la croissance du PIB devrait s'établir en 2019 à 2,8%, alors qu'en 2020 elle devrait s'accélérer à 4%, portée par une amélioration de la valeur ajoutée agricole et une progression du rythme de celle non agricole. Pour leur part, les flux de capitaux étrangers qui ont enregistré une hausse exceptionnelle²⁹ en 2018, diminueraient en 2019 avant d'augmenter de 5% en 2020, traduisant une stabilisation des recettes des IDE par rapport au PIB et une reprise des transferts des MRE.

Pour sa part, le scénario extrême a été conçu suivant la nouvelle méthodologie mise en place en collaboration avec l'équipe de la mission d'assistance du FMI (voir encadré n°4). Il repose sur les hypothèses suivantes :

- Une contraction de la croissance de la zone euro sur l'horizon de la prévision, s'établissant à -2,6% puis -2,2% respectivement en 2019 et 2020, impactée par les principaux risques entourant l'évolution de la croissance dans les pays avancés ; dont les tensions commerciales et la hausse des vulnérabilités relatives à l'activité en Italie et l'issue du Brexit.
- Une baisse significative de la demande à l'échelle mondiale qui impliquerait une diminution importante des prix du pétrole et des cours des matières premières hors énergie.

²⁹ En lien notamment avec une importante opération de cession dans le secteur des assurances.

- Un ralentissement de la croissance en Afrique subsaharienne sous l'effet de la morosité de l'activité à l'échelle internationale et du repli des prix des matières premières.

Par conséquent, une contraction marquée du PIB du Maroc serait observée en 2019, aux alentours de -2,3%, pour un GaR (Growth at risk) à 10% (Cf. encadré n°4). Cette contraction résulterait d'un recul notable des exportations, des transferts des MRE et des flux des IDE ainsi que de la dépréciation du dirham face au dollar.

Tableau 1 : Scénarii macroéconomiques

		Observation		Prévision	
		2018	2019	2020	
EXTERIEUR*					
Croissance zone euro	Baseline	1,8	1,3	1,5	
	Extrême	-	-2,6	-2,2	
Croissance Afrique subsaharienne	Baseline	3,0	3,5	3,7	
	Extrême	-	2,9	3,4	
Prix du pétrole**	Baseline	29,4	-3,4	-1,5	
	Extrême	-	-16,4	-13,2	
Prix des matières premières hors énergie	Baseline	1,5	-2,2	1,4	
	Extrême	-	-14,5	-9,2	
DOMESTIQUE					
Croissance	Baseline	3,0	2,8	4,0	
	Extrême	-	-2,2	3,1	
Inflation	Baseline	1,9	0,6	1,2	
	Extrême	-	0,3	0,6	
Taux de change (DH/\$)	Baseline	-3,1	2,6	-0,7	
	Extrême	-	4,6	-0,3	
Taux d'intérêt (TMP bond de trésor 52 semaines)	Baseline	2,2	2,1	2,0	
	Extrême	-	2,8	2,5	
Prix immobiliers	Baseline	0,0	0,7	1,0	
	Extrême	-	-0,5	0,7	
Capital étranger (Flux des IDE et transferts des MRE)	Baseline	12,0	-5,1	5,0	
	Extrême	-	-11,2	7,7	

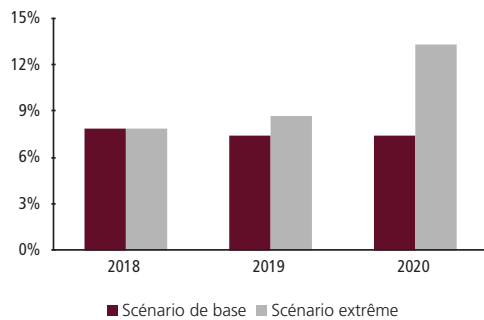
(*) Prévisions FMI pour la croissance et projections de la Banque Mondiale pour les matières premières.

(**) Le prix du pétrole considéré est la moyenne des prix du Brent, du WTI et de Dubai.

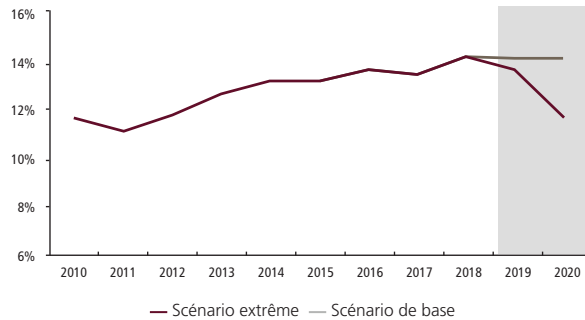
Selon le scénario de base, le taux moyen des créances en souffrance devrait s'établir à 7,4% en 2019 puis 7,5% en 2020, et le ratio moyen de fonds propres global et celui des fonds propres de catégorie 1 se stabiliseraient respectivement à 14,2% et à 10,3% en 2019-2020.

Cependant, la matérialisation des chocs extrêmes induirait une augmentation du taux de créances en souffrance à 8,7% et 13,4% respectivement en 2019 et 2020. Les coussins de conservation constitués par les banques leurs permettraient d'absorber l'impact de ces chocs.

Évolution du taux des créances en souffrance



Évolution du ratio de fonds propres total



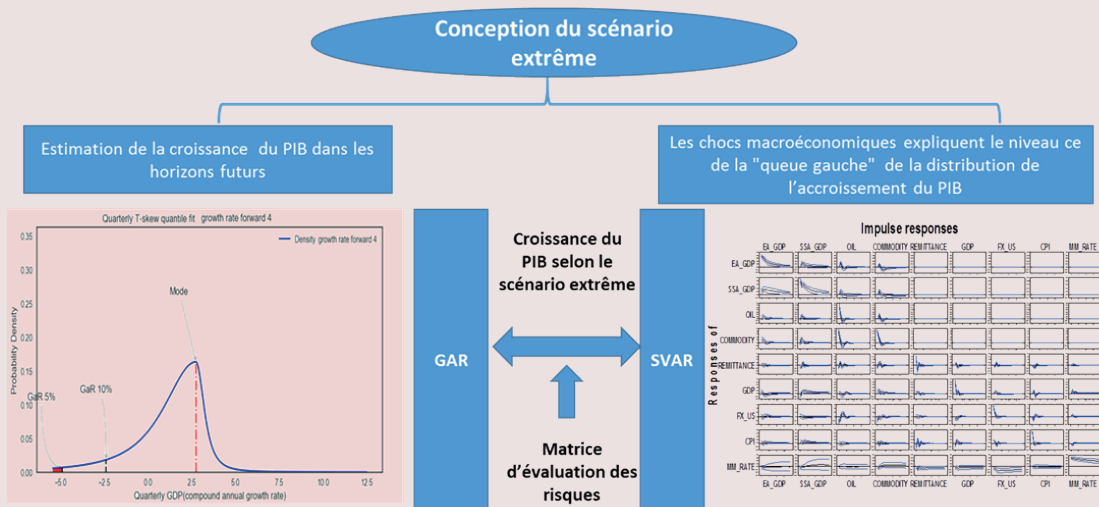
Encadré n°4 : Nouvelle méthodologie pour la conception du scénario extrême pour le macro stress test

Dans le cadre des travaux d’amélioration du cadre analytique de la surveillance macroprudentielle, Bank-Al Maghrib a procédé, avec l’assistance technique du FMI, à une revue du processus du macro stress test du secteur bancaire au cours du premier semestre de 2019.

Cette refonte du processus du macro stress test avait pour principaux objectifs (i) l’amélioration de la méthodologie servant à concevoir les scénarios macroéconomiques extrêmes et (ii) l’estimation des modèles satellites adéquats pour relier les facteurs de risques bancaires aux variables macroéconomiques.

- **Conception du scénario extrême**

La nouvelle méthode pour la conception du scénario extrême s’appuie, comme le montre le schéma ci-dessous, sur l’utilisation de deux modèles. Le premier modèle, dit GaR « Growth at Risk », consiste à déterminer la valeur de la croissance du PIB à considérer dans un scénario extrême, et le deuxième modèle SVAR « Structural Vector Auto-Regression » permet de déterminer les interactions entre les différentes variables macroéconomiques (externes et internes) qui pourraient exacerber à la détérioration de l’activité économique dans le cadre du scénario extrême.



Encadré n°4 : Suite

1. Growth at Risk « GaR»

Ce modèle est utilisé pour l'identification de la distribution de la probabilité d'accroissement du PIB, servant à déterminer le niveau de la croissance en période de crise. L'estimation de ce modèle s'établit selon quatre principales étapes:

- a. L'identification des vulnérabilités économiques et financières structurelles, visant à sélectionner les facteurs de risque pouvant affecter la croissance ;
- B. La répartition des indicateurs macro-financiers qui renseignent sur les vulnérabilités précitées en trois catégories différentes en fonction de leurs similarités, chacune renseigne sur une dimension distincte des vulnérabilités financières. L'avantage de cette répartition est de réduire la dimension des paramètres en s'accommodant à un large spectre de variables explicatives. Partant de 31 indicateurs, une analyse linéaire discriminante est ainsi utilisée pour construire trois indices de vulnérabilités («risque extérieur», «prix du risque» et «effet de levier») ;
- C. L'estimation de la croissance du PIB par régression quantile sur la base des trois catégories précitées en tant qu'indices explicatifs. Les quantiles conditionnels de la croissance future du PIB sont générés à différents horizons de prévision, comme le montre la formule suivante :

$$Q(y_{t+h}, q) = \alpha^q + \beta_y^q y_t + \beta_p^q p_t + \beta_l^q l_t + \beta_f^q ext_t + \varepsilon_{t,h}$$

Avec q le niveau du quantile, h l'horizon de la prévision ; « p », « l » et « ext » représentent pour leur part, les trois indices explicatifs.

- D. L'utilisation d'une méthode paramétrique pour ajuster les quantiles conditionnels estimés par la régression quantile et pour générer une fonction de distribution de probabilité conditionnelle du taux de croissance du PIB.

Encadré n°4 : Suite

2. Modèle vectoriel autorégressif structurel « SVAR »

Ce modèle permet de déterminer les interactions entre les différentes variables macroéconomiques qui pourraient contribuer à la détérioration de l'activité selon le scénario extrême. Le choix des variables à intégrer dans le modèle est fondé sur la théorie économique et le jugement d'expert. Le modèle se présente comme suit :

$$Z_t = C + \sum_{s=1}^p A_s * Z_{t-s} + U_t$$

Z_t Etant un vecteur composé de neuf variables externes et internes : « le PIB de la zone euro », « le PIB des pays d'Afrique Subsaharienne », « le prix du pétrole », « le prix des matières premières hors énergie », « les transferts des MRE », « le PIB réel du Maroc », « le taux de change (dirham/dollar) », « le taux d'inflation » et « le taux interbancaire ».

Ce modèle génère les fonctions de réponse impulsionnelle des variables intégrées suite aux chocs qui leurs sont appliquées. Elles permettent de déterminer la trajectoire défavorable extrême mais plausible pour chaque variable.

- **Estimation des modèles satellites**

Les relations entre l'environnement macroéconomique et le risque crédit ainsi que les principales composantes du compte résultat des banques, sont déterminées par l'estimation de modèles satellites en données de panel pour les huit principales banques. Différentes techniques de modélisation ont été utilisées pour capter l'impact des chocs définis dans le scénario extrême sur la solidité des banques, à savoir les régressions panel à effet fixe et à effets variables, le Bayesian Model Averaging³⁰ et Pooled Mean-Group estimator³¹.

³⁰ Une méthode permettant de combiner des estimations de plusieurs modèles (probabilistes) en les pondérant.

³¹ L'estimateur du Pooled Mean Group, fait partie de la classe des modèles de panels dynamiques utilisés lorsqu'il y a une relation de cointégration entre les variables. Il considère que la constante du modèle, de même que les coefficients de court terme et les variances des erreurs, peuvent différer selon les individus alors que les coefficients de long terme sont contraints d'être identiques entre les unités du panel.

Encadré n°4 : Suite

Les variables bancaires à expliquer sont :

- Créances en souffrance pour les ménages et les Entreprises Non Financières (ENF).
- Provisions pour risque de crédit.
- Coûts de financement : charges d'intérêt/Total du financement par banque (dette et dépôts).
- Taux débiteur (revenus d'intérêt/total crédits).
- Marge sur commission.
- Résultat sur les opérations de marché.

Les principales variables explicatives introduites dans ces modèles sont la croissance du PIB réel, la croissance du PIB non agricole réel, la variation du taux d'intérêt, l'inflation, le flux des IDE et les transferts des MRE.

La nouvelle méthodologie pour la conception du scénario extrême a été testée et utilisée pour l'exercice du macro stress test de juin 2019, tandis que les modèles satellites sont toujours en phase de test pour s'assurer de leur qualité prédictive.

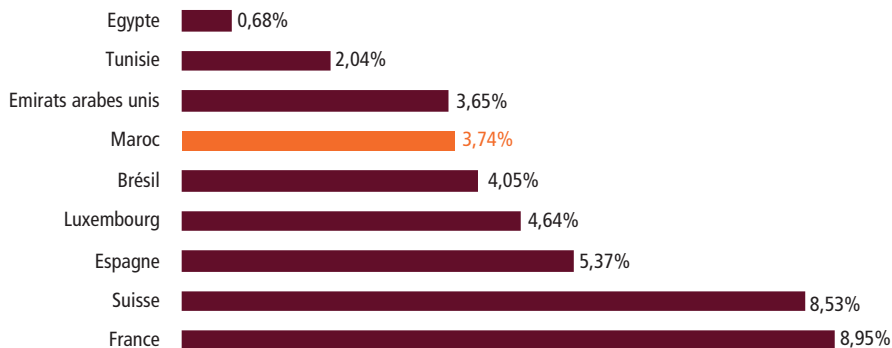
III.2 SECTEUR DES ASSURANCES

Un marché dynamique et en progression

Étant le second marché africain, le secteur marocain des assurances s'impose comme l'un des marchés les plus dynamiques de la région.

Après une croissance de 10,9% enregistrée en 2017, le secteur des assurances continue sa progression en enregistrant 41,4 milliards de dirhams de primes émises, affichant ainsi une évolution de 6,3%. En intégrant les acceptations des réassureurs exclusifs, le chiffre d'affaires se situe à 43,1 milliards, soit une croissance de 6,0%.

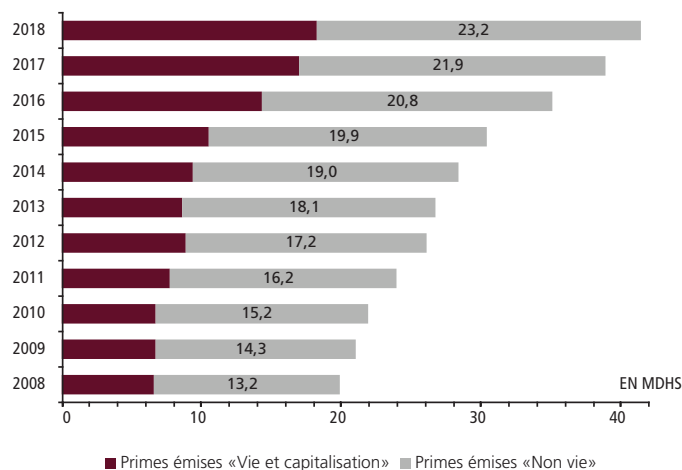
Avec un taux de pénétration de 3,74% (contre 3,66% en 2017), le secteur des assurances dévoile un important potentiel de développement. En effet, ce taux reste bien en deçà des taux observés dans les pays développés, bien qu'il place le Maroc en tête du monde arabe.



Source: Sigma N°3/2018, Swiss Re Institute

L'assurance non vie a totalisé 23,2 milliards de dirhams de primes émises, soit une progression de 5,6% par rapport à 2017. L'assurance vie et capitalisation, bien plus active, est en hausse de 7,1%, réalisant 18,2 milliards de dirhams de primes émises.

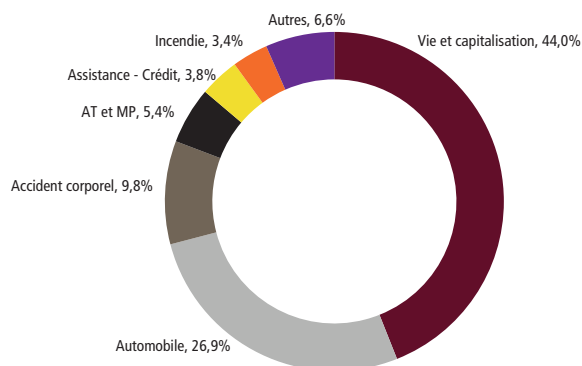
Le taux de croissance annuel moyen entre 2008 et 2018, toutes branches confondues, s'établit à 7,6%. Cette tendance est d'autant plus confirmée en assurance vie et capitalisation qu'en assurance non vie (10,7% et 5,8% respectivement).



Source: ACAPS

Le risque de spécialisation demeure faible

La structure du chiffre d'affaires du secteur des assurances n'a pas connu de changement significatif. Les assurances vie et capitalisation, l'assurance automobile, les assurances accidents corporels et maladie-maternité et les assurances accidents du travail et maladies professionnelles représentent, à elles seules, 86,2% du total des primes émises.



Source: ACAPS

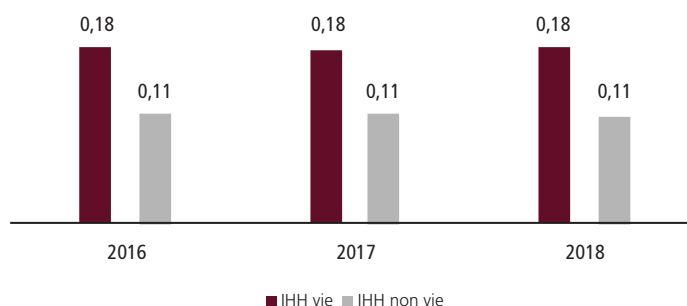
Les assurances vie et capitalisation, qui sont portées par les assurances dédiées à l'épargne (80,4%), continuent à se développer en dépit de la tendance baissière des taux d'intérêt et ce, eu égard au développement de la bancassurance et à l'absence d'alternatives d'investissement.

De même, l'assurance automobile s'adjuge la grande part de la branche non vie, avec 48,1% des émissions non vie. Les assurances accidents corporels et maladie-maternité viennent en 2^{ème} place avec 14,7%, suivies des assurances accidents du travail et maladies professionnelles (9,7%). L'évolution de ces catégories d'assurance continue d'être régulière, vu leur caractère obligatoire et compte tenu de l'accroissement du parc automobile et du développement du tissu économique du pays.

Le secteur des assurances ne semble donc pas être vulnérable au risque de spécialisation.

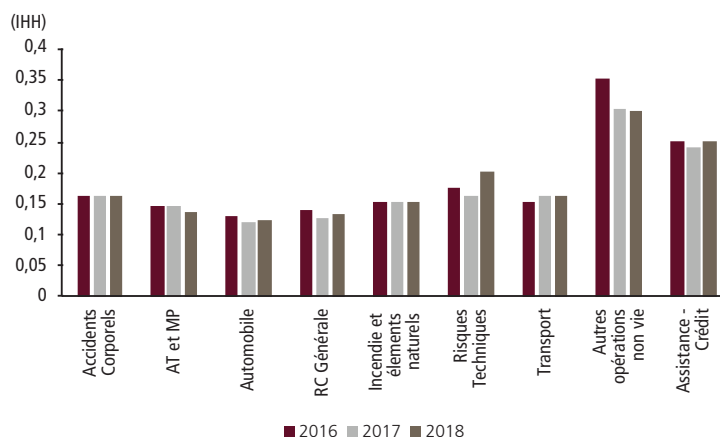
Concentration moyenne pour la branche non vie et élevée pour la branche vie

La concentration du secteur des assurances en branche non vie, mesurée par l'indice Herfindahl-Hirshman, maintient un niveau moyen de 0,11 depuis 2016. Celle relative à la branche vie demeure élevée et se situe à 0,18.



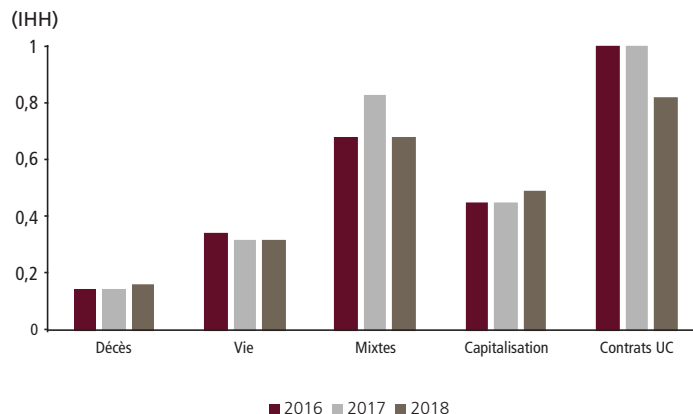
Source: ACAPS

Les niveaux de concentration sont disparates entre les différentes catégories d'opérations non vie. Le niveau de concentration est faible pour les catégories : automobile, Responsabilité Civile générale, accidents du travail et maladies professionnelles et l'incendie et éléments naturels. Les assurances : risques techniques et assistance-crédit-caution, s'avèrent, toutefois, concentrées.



AT & MP: Accidents du travail et maladies professionnelles
Source: ACAPS

Les indices de concentration de l'ensemble des catégories de la branche vie et capitalisation présentent des niveaux de concentration élevés, à l'exclusion de la catégorie décès dont le niveau de concentration est moyen.

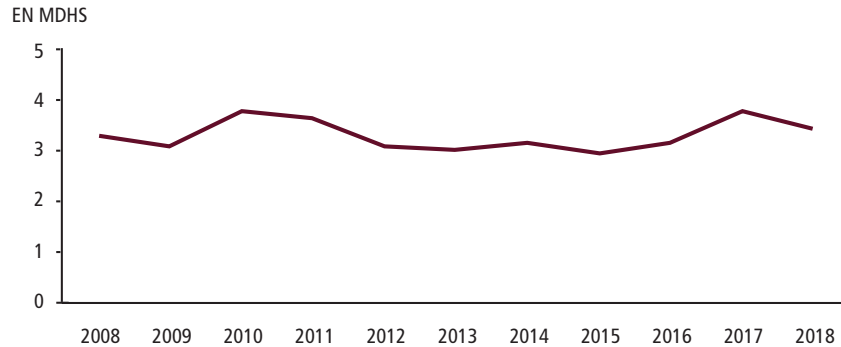


Source: ACAPS

Un recul de la rentabilité

Le secteur des assurances voit son résultat net baisser de 9,5% cette année avec un total de 3,5 milliards de dirhams, après avoir enregistré 3,8 milliards en 2017. En incluant les réassureurs exclusifs, ce résultat se situe à 3,8 milliards de dirhams contre 4,3 milliards un an auparavant (-12,8%).

Résultat net des entreprises d'assurances



Source: ACAPS

Le recul du résultat net réalisé par le secteur des assurances cette année est dû essentiellement à :

- Une forte baisse de la marge d'exploitation, devenue négative et nettement impactée par la baisse de celle des opérations non vie (-71,1 %), suite à la dépréciation des marges des assurances automobile (-60,5%), incendie et éléments naturels (-94,8%), risques techniques (-362,3%) et transport (-57,0%) ;
- Une baisse de 3,2% du solde financier qui n'a pas pu améliorer la situation de la marge d'exploitation ;
- Un solde de réassurance toujours en faveur des réassureurs, en dépit de son amélioration de 52,4% durant cette année. Cette amélioration est due au paiement par les réassureurs de 3 sinistres majeurs enregistrés cette année.

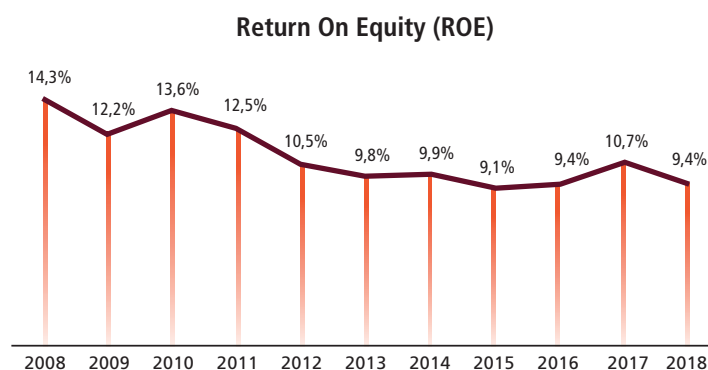
Ainsi, le résultat technique net s'est établi à 4,0 milliards de dirhams contre 4,9 milliards en 2017, soit un retrait de 17,4%. Le résultat non technique s'est, par contre, amélioré pour atteindre un montant de 281,1 millions de dirhams cette année.

En millions de dirhams	2017	2018
Marge d'exploitation	1 366,0	-7,0
Solde Financier	4 937,2	4786,0
Résultat technique brut	6 303,1	4 779,0
Solde de réassurance	-1 413,2	-736,9
Résultat technique net	4 891,0	4 042,1
Résultat non technique	-7,4	281,1
Résultat avant impôts	4 883,6	4 323,2
Impôts sur les résultats	1 047,9	850,2
Résultat net	3 835,8	3 472,9

Source: ACAPS

Les capitaux propres ont augmenté de 2,8%, atteignant 37,0 milliards de dirhams contre 36,0 milliards de dirhams en 2017.

Cette augmentation de capitaux propres, conjuguée à la baisse du résultat net, a impacté le rendement des capitaux propres (ROE). Celui-ci reste néanmoins à un niveau appréciable de 9,4% contre 10,7% en 2017.



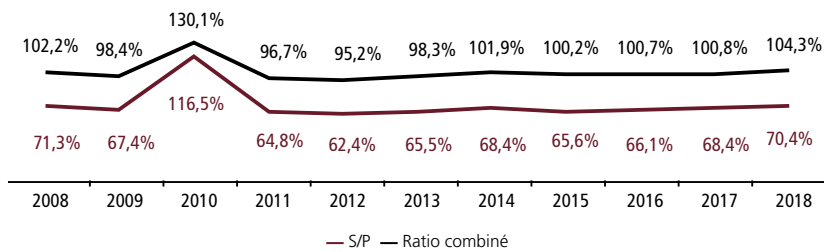
ROE = résultat net / capitaux propres

Source: ACAPS

L'aggravation de la sinistralité impacte la rentabilité technique

Le ratio combiné non vie, net de réassurance, des entreprises d'assurances a connu une hausse de 3,5 points pour atteindre 104,3% en 2018. Une détérioration remarquée au niveau des deux composantes de ce ratio:

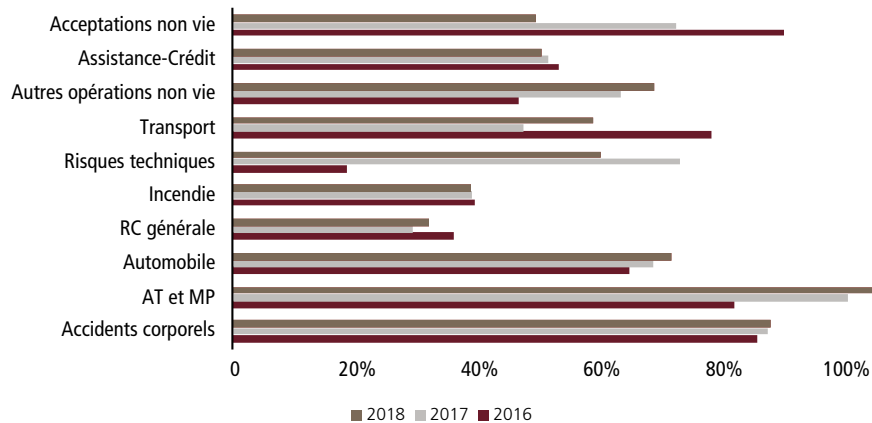
- + 2,0 points au niveau du S/P
- + 1,5 point au niveau du taux des charges



Source: ACAPS

L'augmentation en 2018 du ratio S/P, net de réassurance, concerne la plupart des opérations non vie, particulièrement les assurances accidents du travail et maladies professionnelles (+4,3 points), l'automobile (+3,0 points) et transport (+11,0 points). L'assurance risques techniques et les acceptations non vie ont, par contre, vu leur ratio baisser respectivement de -12,8 points et de -22,3 points depuis l'exercice précédent.

S/P Net de réassurance



Source: ACAPS

Encadré n°5: L'instauration d'une nouvelle provision pour risque tarifaire

Une analyse de la situation des entreprises d'assurances a montré pour certaines catégories d'opérations d'assurance la persistance, sur plusieurs années, des pertes techniques, dues à un déséquilibre tarifaire induit par l'environnement concurrentiel.

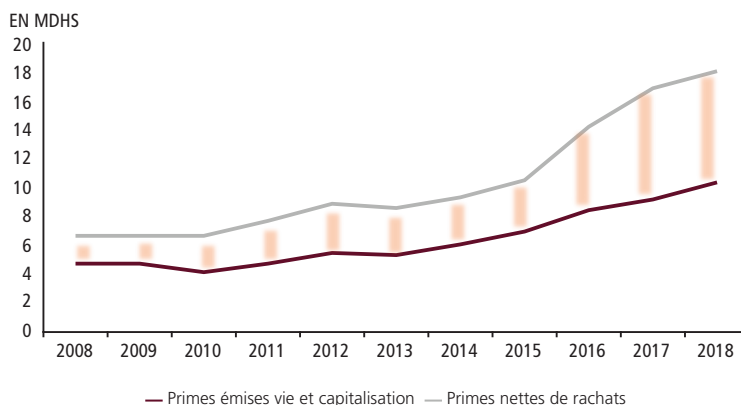
Afin de favoriser un développement harmonieux de ces opérations d'assurance et inciter les entreprises d'assurances à rétablir l'équilibre de leurs tarifs, l'ACAPS envisage d'instaurer une nouvelle provision pour risque tarifaire, qui sera constituée lorsque qu'il est constaté que le ratio combiné d'une catégorie d'opération d'assurance dépasse 100% sur les trois dernières années.

Cette provision s'ajoutera à l'arsenal des provisions techniques réglementaires, afin de renforcer la résilience et la solidité des opérateurs et rétablir les équilibres techniques des assurances à sinistralité chronique. Un projet de circulaire dans ce sens est en cours d'élaboration et de discussion avec le secteur.

L'exposition au risque de rachat demeure contenue

En 2018, les rachats au titre des contrats d'assurance vie et capitalisation ont enregistré une légère augmentation de 1,8% par rapport à 2017. Cette croissance est sans impact sur les primes nettes de rachats qui continuent sur un trend positif pour atteindre 10,3 milliards de dirhams contre 9,2 milliards en 2017 (+11,5%).

Le risque de ponction sur l'épargne constituée pour financer les rachats est écarté.

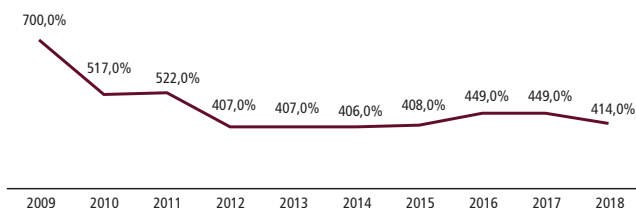


Source: ACAPS

Une marge de solvabilité au-dessus des exigences réglementaires mais ne couvrant que le risque de souscription

La marge de solvabilité s'établit à 414,0% à fin 2018 contre 449,0% un an auparavant. Cette baisse s'explique par la diminution des plus-values latentes constatées, suite à la contre-performance du marché boursier en 2018.

Taux de couverture de la marge de solvabilité



Source: ACAPS

Bien que cette marge dépasse le niveau des exigences réglementaires, elle ne couvre que le risque de souscription. Les excédents de marge devraient diminuer si l'on tiendrait compte des autres risques auxquels sont exposées les entreprises d'assurances.

Le cadre prudentiel relatif à la Solvabilité Basée sur les Risques (SBR), qui est en cours de préparation, étendra les exigences de solvabilité à d'autres familles de risques ce qui permettra de réévaluer la résilience des entreprises d'assurances.

Encadré n°6 : Lancement de la première étude d'impact quantitative (EIQ 1) relative au nouveau référentiel SBR

Afin de mesurer l'impact de la mise en œuvre de ce nouveau référentiel sur la solvabilité des entreprises d'assurances et de réassurance et de pouvoir fixer les seuils des exigences quantitatives, l'Autorité a lancé la première étude d'impact quantitative (EIQ 1) à partir du 16 mai 2018.

L'étude d'impact, qui est basée sur l'exercice 2017, a porté sur l'établissement du bilan prudentiel des entreprises d'assurances et de réassurance valorisé selon la vision économique prévue par le projet de circulaire de Solvabilité Basée sur les Risques. Elle a été également l'occasion pour recueillir et collecter les données nécessaires pour calibrer les Capitaux de Solvabilité Requis (CSR) relatifs aux différents modules de risques prévus par ledit projet.

Les principaux résultats qui en découlent se présentent comme suit :

- Une légère perte des provisions techniques.
- Une plus-value générée principalement par les placements affectés (actions cotées, actions non cotées et titres de participations) et les immobilisations financières.
- Une augmentation des fonds propres expliquée principalement par la non déduction de certains postes («Immobilisations incorporelles», «Immobilisations en non valeurs» ...) ayant une valeur nulle selon la nouvelle vision économique ainsi que par la prise en compte à 100% des plus-values latentes «non vie» et «vie» au lieu de 60% et 20% respectivement tel que prévu par le cadre réglementaire actuel.

Ces résultats sont basés sur des ajustements et approximations apportés par l'Autorité au niveau de certaines composantes du passif du bilan prudentiel, en attendant l'achèvement des travaux de calibrage.

Après la phase de calibrage des risques, une deuxième étude d'impact sera lancée visant l'évaluation des Capitaux de Solvabilité Requis (CSR) des entreprises d'assurances et de réassurance selon les dispositions du projet de circulaire.

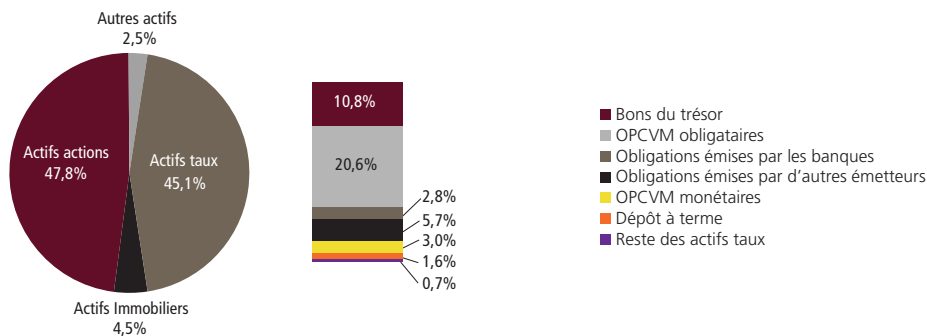
Les entreprises d'assurances exposées au risque actions

Les placements du secteur des assurances ont atteint 172,6 milliards de dirhams contre 161,5 milliards en 2017 (+6,9%). En intégrant les réassureurs exclusifs, les placements atteignent 183,6 milliards de dirhams, en évolution de 6,5% par rapport à l'exercice précédent.

Les placements affectés aux opérations d'assurances ont progressé de 6,3% pour atteindre 153,2 milliards de dirhams contre 144,1 milliards en 2017. Quant aux placements non affectés, ils se sont établis à 19,4 milliards de dirhams contre 17,3 milliards, soit une progression de 11,9%.

Les actifs des actions, qui occupent 47,8% du total des placements des entreprises d'assurances, ont atteint 82,6 milliards de dirhams, soit une évolution de 11,6% par rapport à 2017. Les actifs de taux se sont améliorés de 1,7%, en atteignant 77,9 milliards de dirhams contre 76,6 milliards en 2017.

Structure des placements des entreprises d'assurances



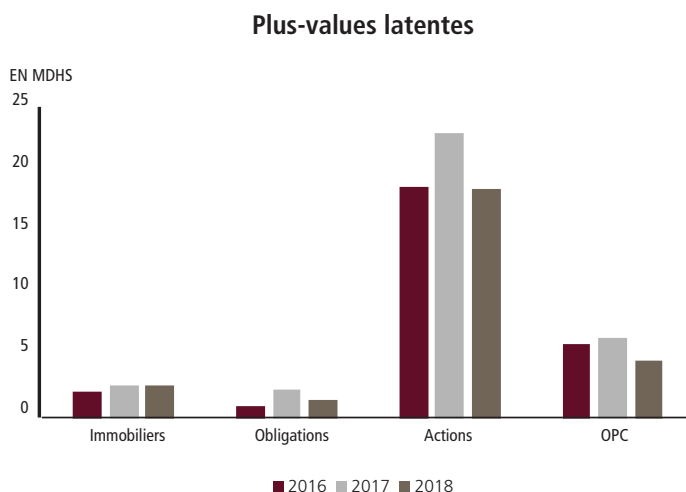
Les entreprises d'assurances sont résilientes aux chocs "actions" et "immobilier"

L'exposition des entreprises d'assurances au risque de marché est appréhendée à travers un stress test fondé sur un choc boursier, calibré sur la base d'une baisse de 10% à 25% des cours des actions cotées. Les résultats de ces stress tests montrent que les exigences prudentielles en matière de solvabilité restent respectées.

L'exposition au risque immobilier est appréciée à travers un stress test fondé sur un choc des placements immobiliers, calibré sur la base d'une baisse de 10% à 25%. Ces simulations concluent à un impact très limité sur les exigences prudentielles des entreprises d'assurances.

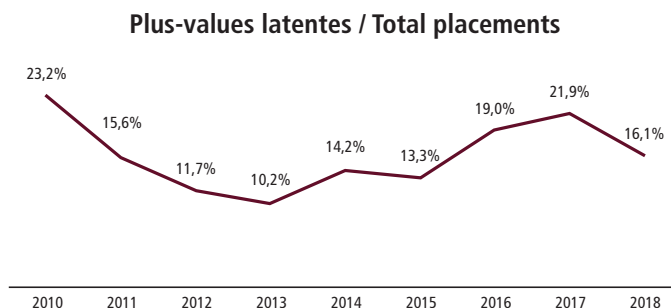
La contre-performance du marché boursier agit sur les plus-values latentes

Les plus-values latentes s'établissent à 27,7 milliards de dirhams à fin 2018, soit une diminution de 20,3% par rapport à l'année 2017. Cette baisse est due à la dépréciation des actions détenues directement par les entreprises d'assurances d'un montant de 4,5 milliards de dirhams, suite à la contre-performance du marché boursier en 2018, conjuguée à une légère dépréciation des obligations détenues directement par le secteur d'un montant de 0,7 milliard de dirhams.



Source: ACAPS

Le ratio des plus-values latentes rapportées au total des placements a baissé cette année, en passant de 21,9% en 2017 à 16,1%.



Source: ACAPS

L'exposition au risque de contrepartie vis-à-vis des réassureurs demeure faible

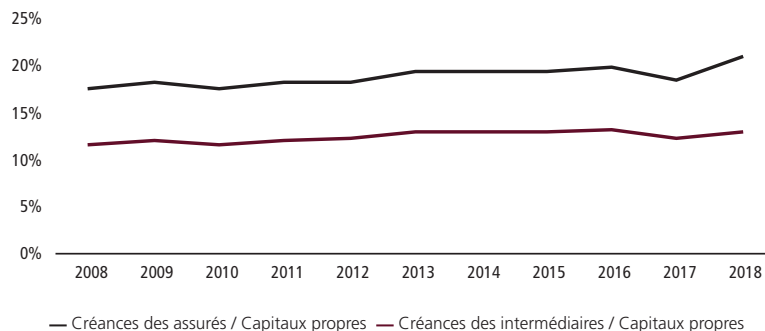
Concernant les cessions en réassurance, 28,9% des engagements des entreprises d'assurances sont garanties par des dépôts auprès des cédantes, 62,7% sont cédées à la Société Centrale de Réassurance (SCR) qui bénéficie de la garantie de l'État et 9,1% sont portées par des réassureurs étrangers dont la quasi-totalité bénéficie d'une notation BBB et plus.

Par ailleurs, les programmes de rétrocession des réassureurs nationaux prévoient 69% des cessions auprès de réassureurs disposant d'un rating de A- et plus et 26% auprès de réassureurs disposant d'un rating compris entre B+ et BBB.

Une augmentation des arriérés vis-à-vis des assurés et des intermédiaires d'assurances

L'exposition des entreprises d'assurances au risque d'impayés, provenant aussi bien des assurés que des intermédiaires d'assurances, a augmenté. En effet, leurs parts des fonds propres s'élèvent à 21,1% pour les assurés et 12,9% pour les intermédiaires contre 18,4% et 12,3% respectivement en 2017.

Rapportés au chiffre d'affaires, ces impayés représentent 2,3 mois pour les assurés et 1,4 mois pour les intermédiaires.

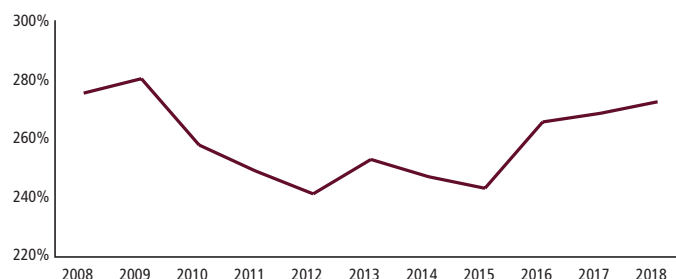


Source: ACAPS

Le ratio de liquidité en amélioration de 4 points

S'agissant du ratio rapportant les actifs liquides des entreprises d'assurances à leurs passifs exigibles, il s'établit cette année à 273% contre 269% en 2017.

Actifs liquides / Passifs exigibles



Source: ACAPS

Des fonds propres suffisants pour contrer des chocs macroéconomiques plausibles

Un exercice de macro stress test a été réalisé sur un groupe d'entreprises représentant plus de 86% du total actif du secteur des assurances, avec un horizon des simulations de 2 ans couvrant les années 2019-2020.

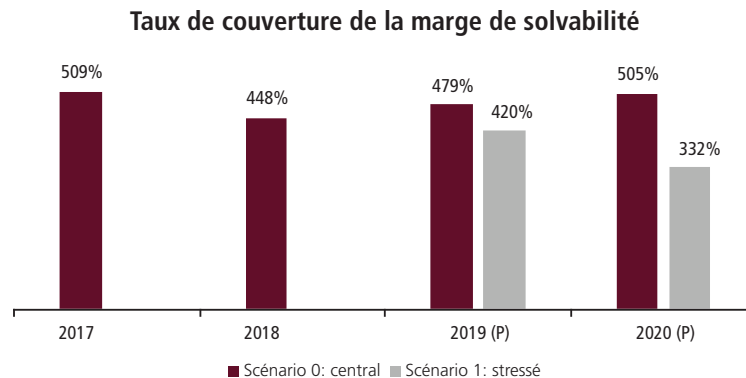
Cet exercice, qui consiste à quantifier les impacts des risques jugés significatifs pour le secteur des assurances, vise à évaluer la résilience des assureurs à des chocs exceptionnels et plausibles émanant de l'environnement économique et financier, et leur capacité à résorber ces chocs.

L'exercice a été effectué selon deux scénarios :

- **Un scénario de base** où les variables économiques et financières et les variables assurancielles évolueraient dans des conditions normales :
 - maintien sur les deux années de projection du même niveau d'inflation, du taux d'intérêt et de la performance du marché
 - simulation des variables assurancielles sur la base de la même croissance du chiffre d'affaires enregistrée sur les 4 dernières années, soit 8,5%.
- **Un scénario extrême** supposant la détérioration des conditions économiques et financières et une aggravation des facteurs des risques assuranciels dans un environnement à taux élevé :
 - Pour la 1^{ère} année de projection : une hausse des taux d'intérêt de 100 pts de base, conjuguée à une inflation additionnelle de 100 pts de base avec une baisse du marché boursier de 5% et un rachat massif (20% de l'encours des contrats d'épargne rachetables), en plus d'une hausse de la mortalité de 20%.

- Pour la 2^{ème} année de projection : les hypothèses précitées sont supposées s’aggraver de 100%.

Les résultats montrent que le secteur marocain des assurances maintiendrait sa résilience à l’horizon 2020. Ils indiquent que le taux de couverture de la marge de solvabilité, incluant les plus-values latentes, devrait, pour le scénario de base, s’établir en moyenne entre 479% en 2019 et 505% en 2020 et pour le scénario extrême à 420% en 2019 et 332% en 2020.



Source: ACAPS

Encadré n°7 : L’ACAPS poursuit ses actions pour renforcer son cadre légal et prudentiel

Sur le plan de la régulation, l’année 2018 a été marquée par la finalisation des textes réglementaires. Parmi les principaux chantiers nous citons :

- **Projet de circulaire de Solvabilité Basée sur les Risques (SBR)**

Dans le cadre du renforcement de la réglementation prudentielle des entreprises d’assurances et de réassurance, la loi n° 59-13 portant amendement du code des assurances a introduit le principe de la Solvabilité Basée sur les Risques (SBR). Ce concept vise à positionner la gestion des risques au cœur des préoccupations des dites entreprises, à améliorer leur système de gouvernance et à renforcer leur transparence. Un projet de circulaire relative à la SBR a été élaboré et s’articule autour des trois piliers suivants :

- Pilier I : Les exigences quantitatives requises liées au capital de solvabilité exigé et aux fonds propres ;
- Pilier II : Les règles de gouvernance ;
- Pilier III : Les exigences en matière d’information aussi bien vis-à-vis de l’Autorité que du public

Encadré n°7 : suite

Les dispositions de ce projet concernant les piliers I et II ont été quasiment stabilisées et des études d'impact ont été lancées en vue de fixer les seuils des exigences quantitatives.

- **Élaboration des textes d'application relatifs au régime de couverture des conséquences d'événements catastrophiques**

La loi n°110-14 instituant un régime de couverture des conséquences d'événements catastrophiques prévoit un régime mixte combinant deux systèmes :

- Un système assurantiel au profit des personnes ayant souscrit des contrats d'assurances à travers l'inclusion obligatoire de la garantie contre les risques catastrophiques dans ces contrats ;
- Un système allocataire garantissant aux personnes ne disposant d'aucune couverture une indemnité pour la compensation du préjudice corporel et de la perte de la résidence principale en cas d'événement catastrophique et ce, à travers un fonds intitulé « Fonds de Solidarité des Événements Catastrophiques ».

Les textes d'application de cette loi sont en phase finale de publication au bulletin officiel.

- **Projet d'amendement de la loi portant création de l'ACAPS relatif à l'intégration de la mission de stabilité financière parmi les missions dévolues à l'Autorité**

Un projet d'amendement de la loi n° 64-12 portant création de l'ACAPS a été élaboré en vue d'intégrer la mission de stabilité financière parmi les missions dévolues à l'Autorité et ce, suite aux recommandations de la mission d'évaluation (Financial Sector Assessment Program) qui a été conduite au Maroc en 2015.

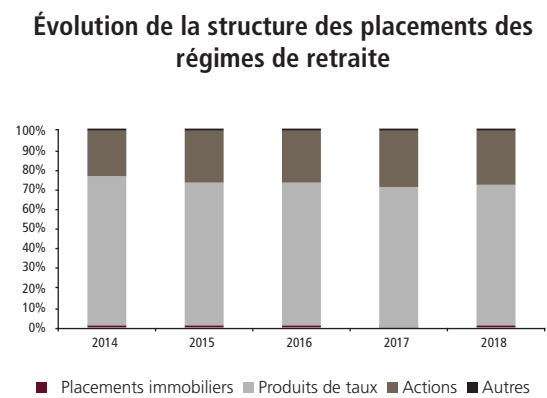
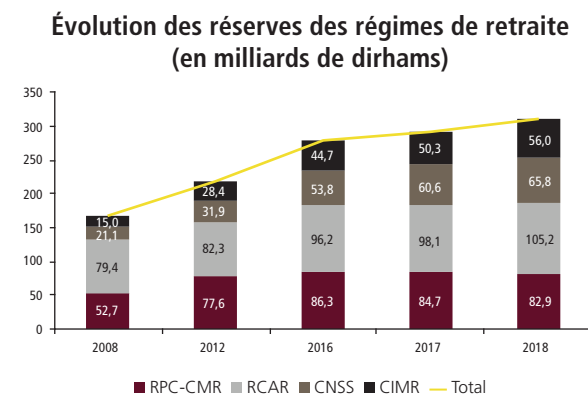
- **Projet d'amendement du code des assurances relatif à la surveillance macro prudentielle et la résolution de crise**

Un projet d'amendement du code des assurances relatif à la surveillance macro prudentielle et la résolution de crise est en cours de préparation, en vue de converger vers les recommandations de l'Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance et du Conseil de Stabilité Financière en la matière. Ce projet met en place un dispositif qui prévoit des exigences prudentielles spécifiques aux assureurs menaçant la stabilité financière, ainsi que des normes encadrant la préparation d'un plan de résolution en cas de crise.

III.3 REGIMES DE RETRAITE

En 2018, les régimes de retraite³² ont collecté 50,5 milliards de dirhams de cotisations, soit 4,4% du PIB, pour 4,6 millions d'actifs cotisants représentant 42,3% de la population active occupée³³. Les prestations servies par ces régimes se sont élevées, quant à elles, à 56,7 milliards de dirhams, soit 5,0% du PIB.

Les réserves constituées par ces régimes ont enregistré une augmentation de 5,5% par rapport à 2017 pour se situer à 310,0 milliards de dirhams. Les placements des régimes de retraite ont atteint 305,9 milliards de dirhams, en hausse de 4,8% par rapport à 2017. La structure de ces placements³⁴ est caractérisée par une prépondérance des titres obligataires avec une part de 70% du total actif.



Source : ACAPS

32 Il s'agit des régimes gérés par la CMR (RPC et RPM), la CNSS et la CIMR ainsi que le RCAR (régime général).

33 La population active occupée au titre de l'année 2018 est de 10,81 millions (source : HCP)

34 Hors placements de la branche long-terme de la CNSS, constitués principalement de dépôts auprès de la Caisse de dépôts et de gestion.

Évolution des cotisations, des prestations et des soldes techniques et globaux des régimes de retraite (en millions de dirhams)

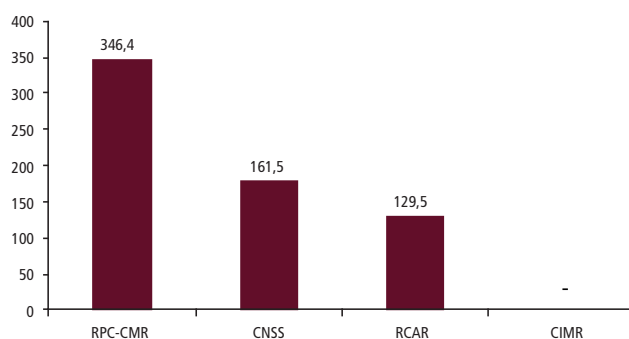
	Cotisations		Prestations		Solde technique ³⁵		Solde global ³⁶	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
RPC-CMR	18 662	20 338	24 223	26 36	-5 561	-5 998	-1 791	-2 736
RCAR	2 652	3 312	5 456	5 819	-2 804	-2 507	2 770	1 273
CNSS	12 371	12 793	10 650	10 843	1 721	1 950	3 269	3 594
CIMR	7 205	7 729	4 794	5 011	2 411	2 718	5 225	5 661
Total	40 891	44 173	45 123	48 009	-4 232	-3 836	9 473	7 793

Source : ACAPS

Malgré la réforme paramétrique ayant concerné le RPC-CMR en 2016, qui a permis d'équilibrer la tarification de ce régime pour les droits acquis après la réforme, le poids de ceux acquis auparavant continue de peser sur la viabilité du régime. Son déficit global s'est creusé d'un milliard de dirhams par rapport à celui enregistré en 2017 alors que ses réserves se sont réduites de 1,7 milliard en moyenne sur les deux dernières années.

Le régime reste confronté à deux problématiques majeures à savoir un horizon de viabilité très réduit (date d'épuisement de ses réserves dans un délai maximal de 10 ans) et l'ampleur de ses engagements non couverts³⁷ estimés à 346,4 milliards de dirhams sur un horizon de 60 ans.

Engagements non couverts des régimes de retraite sur un horizon de 60 ans (en milliards de dirhams)



Source : ACAPS

³⁵ Solde technique = cotisations - prestations.

³⁶ Solde global = solde technique + produits financiers nets - frais de gestion.

³⁷ Engagement non couvert sur l'horizon des projections = Réserves de l'année de base+ somme des cotisations actualisées sur l'horizon - prestations actualisées sur l'horizon.

Les cotisations du RCAR ont enregistré une forte augmentation de 24,9% en 2018 grâce notamment à l'accroissement de l'effectif des cotisants du régime de 20,5% par rapport à 2017³⁸. Les réserves du régime se sont appréciées de 7,3% entre les deux exercices suite notamment à la poursuite des opérations d'intégration des régimes de retraite internes. Cependant, si l'augmentation de la population cotisante participe à améliorer la situation financière du régime sur le court et moyen terme, cette évolution combinée à la sous-tarification des droits acquis³⁹ tend à augmenter les engagements non couverts du régime à plus long terme. Ces derniers, estimés à 129,5 milliards de dirhams sur 60 ans, restent effectivement considérablement importants relativement à la faible population couverte par le régime.

Ces évolutions réduisent les marges de manœuvre dont disposent les deux régimes du secteur public pour redresser leur pérennité en particulier avec le retard enregistré dans la mise en place de la réforme systémique. Cette réforme, en plus de l'instauration d'une tarification équilibrée des droits acquis dans le cadre du pôle public, doit également résoudre la problématique des sources de financement permettant de résorber les dettes importantes cumulées par les deux régimes au titre des droits passés.

Avec un rapport de 8,8 actifs pour un retraité en 2018, la dynamique démographique du secteur privé permet à la branche long-terme de la CNSS d'enregistrer des soldes technique et global excédentaires. Cette dynamique risque de s'estomper durant les prochaines années avec la montée en charge des prestations de la branche qui enregistrera son premier déficit global en 2024. Ce déficit pourra être financé par les réserves jusqu'en 2040.

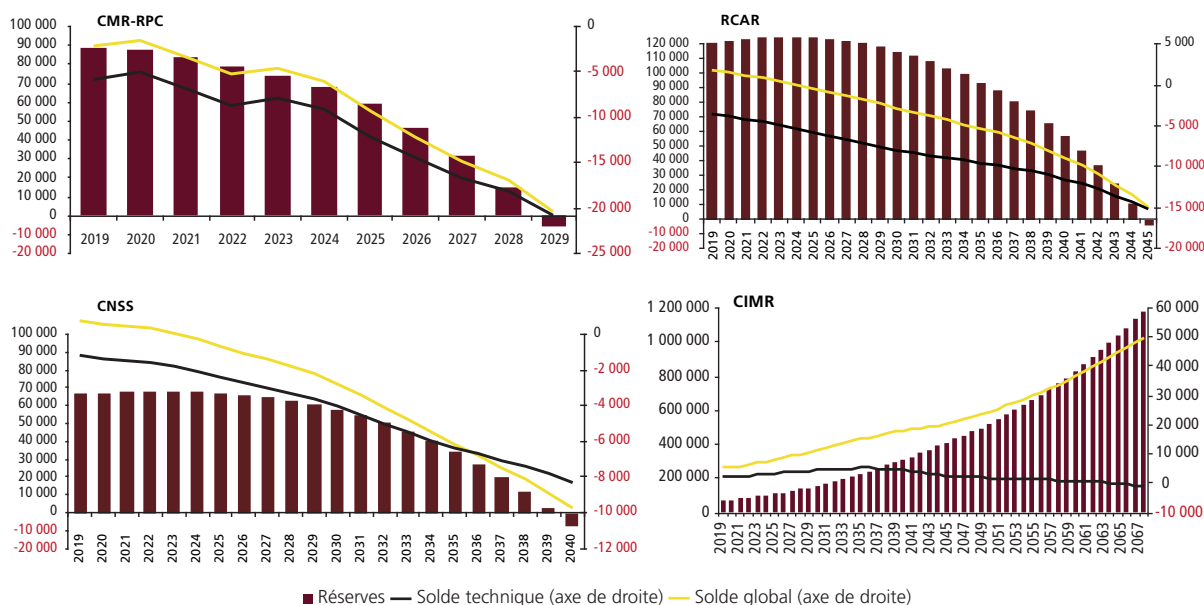
Toutefois, les mesures à prendre pour redresser la pérennité de cette branche seraient moins sévères que celles qu'il faut entreprendre dans le cadre du pôle public puisqu'elle dispose de marge de manœuvre importante grâce notamment à la dynamique démographique observée dans le secteur privée. A titre d'exemple, une augmentation du seul paramètre du taux de cotisation à 13,9% au lieu de 11,9% en vigueur actuellement permettrait de retarder l'épuisement des réserves jusqu'en 2078. La révision de plusieurs paramètres de fonctionnement de la branche dans le cadre de la réforme systémique permettra ainsi d'assurer sa pérennité sur le long terme. Cependant, cette réforme ne devra pas perdre de vue la refonte du mécanisme d'acquisition des droits à la pension dans le cadre du régime de retraite de la CNSS. En effet, ce dernier se caractérise par une générosité excessive pour les carrières moyennes (avec un taux d'annuité moyen de 3,33% pour les 15 premières années de cotisation conduisant à un rapport prestations / cotisations pour un profil moyen dépassant les 200%) mais qui reste défavorable aussi bien pour les courtes que les longues carrières.

³⁸ Augmentation des affiliations du régime suite aux opérations de recrutement effectuées par les Académies Régionales d'Éducation et de Formation (AREF) des professeurs.

³⁹ Avec un rapport prestations / cotisations pour un profil moyen égal à 207%.

En ce qui concerne la CIMR et malgré l'enregistrement d'un solde technique déficitaire sur la période de projection, le régime continuera à enregistrer des soldes globaux excédentaires et à accumuler des réserves sur toute la période. Cependant, avec un rapport démographique de seulement 2,8 actifs pour un retraité en 2018, ce régime complémentaire du secteur privé ne bénéficie pas, à l'instar de la CNSS, d'une forte dynamique démographique. De ce fait, son équilibre technique se retrouve tributaire de l'importance des nouvelles adhésions au sein du régime.

Évolution des réserves, du solde technique et du solde global (en millions de dirhams)



Source : ACAPS

III.4 INTERCONNEXIONS ENTRE LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

En vue d'apprécier l'interconnexion entre les institutions financières, devenue un canal potentiel de propagation des risques compromettant la stabilité financière, trois stress tests sont conduits : 1) la contagion interbancaire domestique ; 2) les interconnexions entre les banques et les assurances ; et 3) la contagion transfrontalière évaluant les liens entre les banques marocaines et leurs filiales à l'international plus particulièrement celles implantées en Afrique.

L'analyse des résultats confirme de nouveau que (1) le marché monétaire est résilient vu l'absence d'effet domino, (2) les compagnies d'assurances demeurent vulnérables à la contagion émanant des banques et pas l'inverse et (3) finalement, l'impact du risque de contagion transfrontalière sur la solvabilité des trois banques reste limité.

A. Interconnexions interbancaires sur le marché domestique

Les résultats du stress test de contagion interbancaire reflètent globalement la concentration des emprunts de certaines banques de la place

Au titre du quatrième trimestre de l'année 2018, l'analyse de la matrice des engagements interbancaires⁴⁰ bilatéraux bruts fait ressortir que trois banques centralisent, à elles seules, plus de 61% des emprunts bruts traduisant la concentration dont pâtissent les différents compartiments du marché monétaire marocain.

Un stress test⁴¹, basé sur cette matrice, a été conduit afin d'évaluer le degré d'interdépendance des banques sur le marché interbancaire ainsi que leur systémicité. Ainsi, les résultats du stress test révèlent que le risque de contagion découlant des expositions interbancaires est très limité. Ceci s'explique par l'absence d'un effet domino confirmant ainsi la résilience du marché monétaire.

B. Interconnexions entre les banques et les compagnies d'assurances

Les stress tests confirment la vulnérabilité des compagnies d'assurances dans le cas de défaillances bancaires

Le risque lié aux interconnexions entre les banques et les assurances est apprécié à travers un stress test⁴² permettant d'évaluer l'impact de ces liens sur le risque de contagion.

L'analyse du réseau des interconnexions découlant des expositions bilatérales entre les secteurs assurantiel et bancaire, fait apparaître que les compagnies d'assurances sont les plus exposées avec un actif essentiellement connecté au secteur bancaire.

⁴⁰ Marché interbancaire à blanc et collatéralisé.

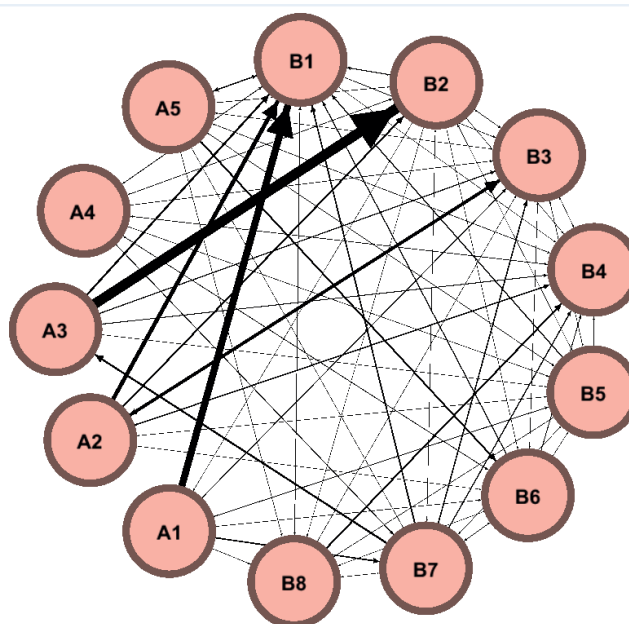
⁴¹ Simule la conséquence d'un défaut de paiement d'une contrepartie sur les trésoreries du système bancaire.

⁴² Il est réalisé sur la base des expositions bilatérales brutes de treize institutions financières marocaines recouvrant huit banques et cinq compagnies d'assurances. Le scénario retenu est basé sur plusieurs simulations mesurant chacune l'impact du défaut de paiement d'une contrepartie emprunteuse sur le reste des institutions prêteuses (effet domino).

En effet, les expositions des banques sur le secteur des assurances continuent de représenter seulement 0,3% de leurs emplois, composées majoritairement de prêts et de titres de participations.

Les expositions des compagnies d'assurances représentent une part significative de 12% de leurs emplois. Ces dernières sont constituées essentiellement de titres (actions et/ou obligations) émis par les banques (98%) et de dépôts (2%).

Figure 1: Expositions entre les banques et les assurances

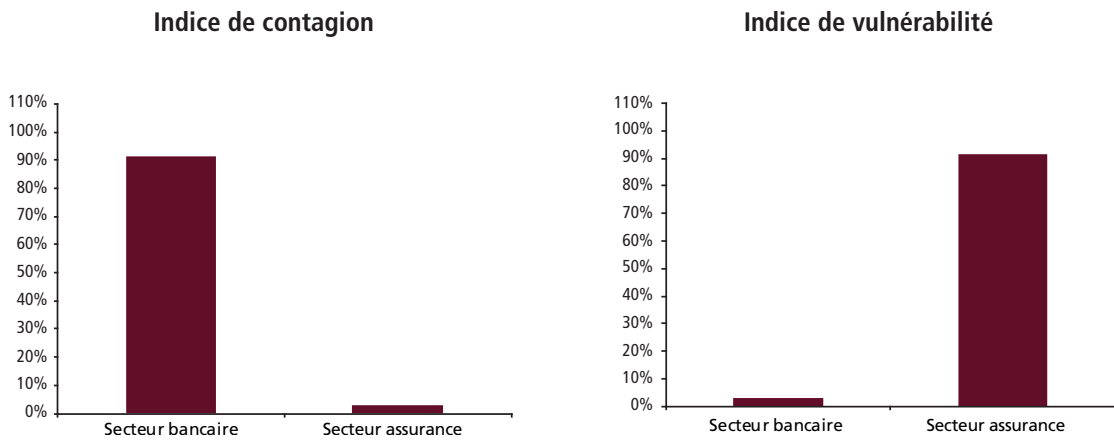


Les nœuds représentent les banques et les assurances. Les flèches retracent les expositions entre ces institutions. L'épaisseur d'une flèche est proportionnelle à l'importance de l'exposition.

Source : BAM - ACAPS

Il ressort des résultats⁴³ de l'exercice de stress test que les compagnies d'assurances seraient vulnérables à des défaillances bancaires, mais pas l'inverse au regard de l'importance de leurs expositions vis-à-vis des banques. En effet, l'indice de contagion est plus élevé chez les banques, indiquant leur systémicité tandis que l'indice de vulnérabilité le plus important est affiché chez les assurances.

⁴³ Deux principaux indicateurs sont calculés: (1) un indice de contagion mesurant les pertes en pourcentage des fonds propres des autres institutions dues à la défaillance d'une institution ; (2) un indice de vulnérabilité évaluant les pertes en pourcentage des fonds propres subies par une institution suite à la défaillance des autres.



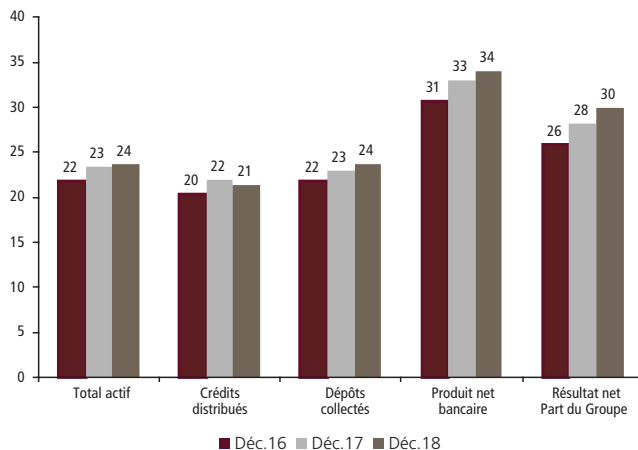
C. Interconnexions entre les banques et leurs filiales à l'étranger

Les filiales étrangères continuent de contribuer positivement à l'activité consolidée

Au cours de la dernière décennie, l'expansion des trois plus grandes banques marocaines s'est accélérée en assurant une présence dans 7 pays européens et 27 pays africains totalisant ainsi 46 filiales et 17 succursales à fin 2018.

Ainsi, l'activité internationale des banques marocaines a contribué à 24% du volume total d'activité du secteur. Cette contribution s'est élevée à 30% du résultat net part du Groupe en 2018 contre 28% en 2017. Le produit net bancaire agrégé des filiales s'est établi à 17,9 milliards de dirhams, soit 34% du PNB consolidé des trois groupes. La part des dépôts collectés est passée de 23% à 24% alors que celle des crédits distribués a baissé de 1 point de pourcentage.

Part de l'activité à l'international au volume de l'activité consolidée, en %

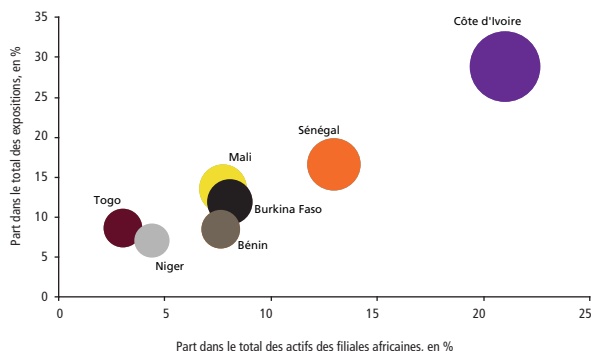


Source : BAM

L'impact du risque de contagion transfrontalière sur la solvabilité des trois banques reste limité

Les expositions des trois groupes bancaires vis-à-vis leurs filiales implantées en Afrique représentent 0,8% de leurs actifs à fin 2018. La répartition des engagements sur l'Afrique montre que l'exposition est concentrée au Côte d'Ivoire avec une part de 30%, suivi du Sénégal (17%), Mali (14%) et Burkina Faso (12%).

Principales expositions des banques marocaines sur leurs filiales en Afrique



Source : BAM

Afin d'évaluer l'impact de défaut des filiales établies en Afrique sur leurs maisons mères, un stress test a été réalisé⁴⁴ sur la base des expositions, directes et indirectes⁴⁵, bilan et hors bilan des trois groupes. Les résultats confirment de nouveau la résilience des banques marocaines qui continuent d'afficher des ratios de solvabilité supérieurs aux minima réglementaires.

⁴⁴ Sur base sociale.

⁴⁵ Via les banques offshores et les filiales en Europe.

III.5 ENJEUX LIÉS AUX INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES FINANCIÈRES ET AU DÉVELOPPEMENT DE LA FINANCE VERTE

A. INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES FINANCIÈRES

La révolution digitale et les innovations technologiques associées bouleversent le paysage financier mondial en proposant de nouveaux services financiers innovants et à moindre coût. Toutefois, leur utilisation est porteuse de nouveaux risques qui sont notamment d'ordre réglementaire, de cybersécurité, de protection des consommateurs et de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

Ainsi, le défi que doivent relever à la fois les institutions financières et les régulateurs consiste à trouver le juste équilibre entre l'appui au développement de ces innovations favorable à l'inclusion financière et la gestion des risques émergents y afférents.

Tirer bénéfice de l'innovation technologique pour promouvoir une plus grande inclusion financière

Selon le dernier rapport « Findex » de Banque mondiale, près de 69% de la population mondiale a accès à un compte auprès d'une institution financière. L'exclusion financière, suivant ce rapport, est plus présente dans les économies à bas revenu où les banques sont peu nombreuses et concentrées dans les zones urbaines. L'utilisation, dans ces régions, de canaux alternatifs moyennant les innovations technologiques, constitue une réelle opportunité pour intégrer une importante frange de la population exclue du système bancaire⁴⁶.

Le développement des innovations technologiques n'est pas sans risque pour la stabilité financière

Selon le Conseil de Stabilité Financière, il existe deux catégories de risques⁴⁷ émanant des innovations technologiques et pesant sur la stabilité financière : les risques microfinanciers et les risques macro-financiers. Au niveau micro, une gouvernance défaillante ou une déficience du dispositif de contrôle peuvent augmenter le risque de perturbation directe de la fourniture de services financiers. Au niveau macro, la technologie et ses avantages potentiels peuvent, en cas de prise de risque excessive, constituer un mécanisme de contagion inter financier et transfrontalier qui nécessiterait une coopération accrue entre les régulateurs à l'échelle nationale et internationale.

⁴⁶ Des services financiers innovants pourraient en effet s'appuyer sur des technologies de décentralisation, de « blockchain », d'utilisation du « cloud computing » et/ou des plateformes « peer to peer » ou encore de l'intelligence artificielle.

⁴⁷ Financial Stability Board (FSB). 2017. Financial Stability Implications from FinTech.

Risques micro-financiers	Lien avec la stabilité financière
Effets de levier	L'intégration des Fintech peut engendrer une mauvaise estimation du levier financier, impliquant que moins de capitaux propres seront disponibles pour absorber les pertes lorsque d'autres risques se matérialiseront. Cela peut exposer des institutions d'importance systémique à des pertes.
Cyber risques	La sensibilité de l'activité financière aux cyberattaques est susceptible d'être plus élevée lorsque les systèmes de différentes institutions sont fortement interconnectés.
Dépendance de tiers	Un risque systémique peut augmenter lorsque des institutions ou des marchés d'importance systémique font appel à des tierces parties moins résilientes pour le développement et la production informatique des services financiers innovants.
Risque Juridique	Le risque juridique peut augmenter lorsque les activités de marché /technologies évoluent plus rapidement que la mise en place d'un dispositif réglementaire.
Risques macro-financiers	Lien avec la stabilité financière
Contagion	La défaillance d'une seule institution financière ou un seul secteur financier peut être transmise à d'autres institutions ou à d'autres secteurs, par le biais d'une exposition directe ou indirecte qui serait amplifiée par le facteur technologique.
Procyclité	Les acteurs du marché peuvent agir de manière à aggraver l'impact des fluctuations de la croissance économique et des prix du marché à court et à long terme.
Volatilité	Une réaction excessive crée des problèmes de solvabilité ou de liquidité qui peuvent impacter négativement le système financier et nuire au fonctionnement des marchés des actifs et du crédit. Cela est plus susceptible de se produire si les « Fintech » peuvent assurer une homogénéité des modèles commerciaux et des expositions communes.
Importance Systémique	Les entités considérées comme étant d'importance systémique (Too Big to Fail) peuvent amplifier les risques en s'exposant excessivement au secteur des Fintech et des nouvelles technologies. Par ailleurs, le développement des Fintechs pourrait également faire émerger de nouvelles entités fortement connectées ayant une importance systémique, dont l'accumulation des fragilités pourrait menacer la stabilité financière.

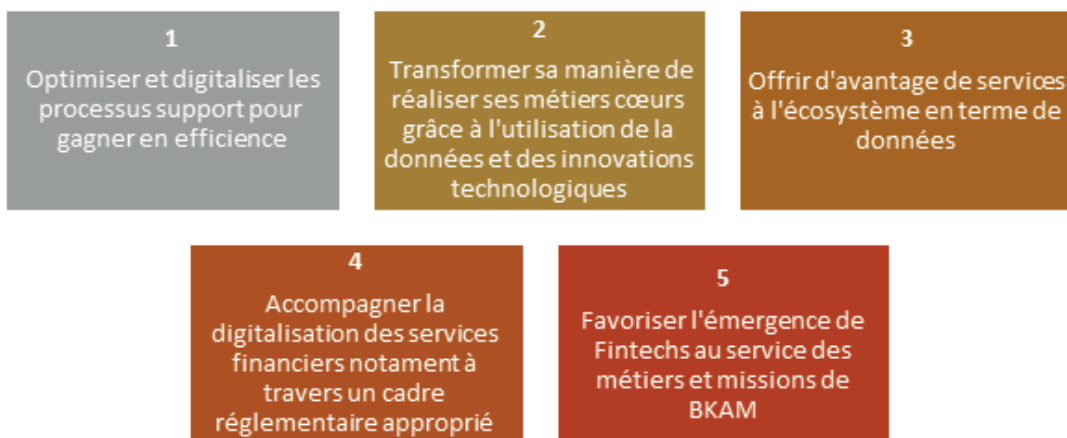
Compte tenu de ces risques, les régulateurs au plan international sont confrontés à des défis de régulation de ces activités. D'autant plus que la mise en place des dispositifs réglementaires prend généralement du temps dans un contexte de célérité de changements et de développement technologique.

En particulier, les régulateurs doivent accorder une attention spécifique aux Crypto-actifs/ crypto monnaies afin de protéger les investisseurs et de maintenir la stabilité du marché financier. Si le prix des Crypto-actifs reste volatil et que le risque se propage à d'autres marchés financiers à plus grande échelle par de multiples canaux, il peut en résulter des pertes énormes pour les investisseurs.

Au Maroc, le marché financier connaît une forte dynamique associée à l'évolution des nouvelles technologies de l'information qui se sont traduites par le développement en cours de nouveaux moyens de paiement digitaux et de nouveaux « Business Models » au niveau des secteurs bancaire, assurantiel et marchés de capitaux.

Dans ce cadre, Bank Al-Maghrib, au côté des autres régulateurs financiers, a engagé des travaux pour encadrer les risques liés au développement de ces innovations technologiques et les intégrer au niveau de la cartographie des risques systémiques pesant sur la stabilité financière.

Parallèlement, Bank Al-Maghrib a élaboré une nouvelle stratégie digitale, dans le cadre de sa vision 2019-2023, qui est articulée autour de cinq axes :



En matière de cybersécurité, une feuille de route relative à la surveillance du cyber-risque au sein du système financier a été approuvée par le CCSRS. Elle se fixe pour principaux objectifs de :

- Convenir d'un cadre de référence commun aux trois régulateurs pour la surveillance du cyber-risque ;
- Constituer pour le CCSRS un outil de suivi des actions entreprises par chaque régulateur ;
- Veiller à une bonne coordination inter-autorités et à l'égard des acteurs externes (DGSSI, instances internationales, etc.).

Les principales composantes de cette feuille de route sont reprises ci-après :

- Coordination des relations des régulateurs avec la DGSSI, pour la conformité des acteurs financiers aux dispositifs réglementaires édictés par la DGSSI, notamment en termes

d'identification des infrastructures d'importance vitale (banques, IMFs, assurances, caisses de retraite,...) et de concertation réglementaire avec la DGSSI ;

- Étude et élaboration d'un cadre spécifique de réglementation des institutions financières conforme aux standards internationaux, à travers notamment :
 - La réalisation d'un diagnostic de l'existant en matière de cybersécurité au niveau de la place financière (banques, assurances/caisses de retraite, IMF, sociétés de gestion et de bourse,...) ;
 - L'identification des textes réglementaires à amender et/ou à mettre en place en tenant compte des résultats du diagnostic de l'existant, des études d'impact, des benchmarks et des travaux de veille ;
 - La définition des exigences de reporting sur la cybersécurité (rapports, questionnaires....).
- Définition et mise en place d'un dispositif approprié de contrôle au niveau de chaque régulateur, basé sur des contrôles à distance et sur place ainsi que des actions de formation/certification des agents concernés pour renforcer leur expertise en matière de cybersécurité.
- Mise en place d'un cadre de surveillance macroprudentielle en lien avec le caractère systémique du cyber-risque, en adoptant avec les parties prenantes (BAM, MEF, ACAPS et AMMC) une démarche adéquate et homogène d'évaluation et de scoring de ce risque, dont les résultats seront par la suite intégrés au niveau de la cartographie globale des risques systémiques.

B. DEVELOPPEMENT DE LA FINANCE VERTE

Pour de nombreux acteurs du marché, le changement climatique pose d'importants défis et opportunités financières. Selon les estimations de l'Agence Internationale de l'Énergie (IAE), la transition attendue vers une économie à bas carbone nécessitera environ 3500 milliards de dollars par an d'investissements dans le secteur de l'énergie, générant de nouvelles opportunités d'investissement⁴⁸. Parallèlement, le profil risque-rendement des entreprises exposées aux risques liés au climat peut changer de manière significative en raison des impacts physiques du changement climatique, de la politique climatique ou des nouvelles technologies.

Les acteurs du marché sont appelés, en effet, à orienter leurs stratégies de long terme vers une répartition plus efficace du capital. Les entreprises qui investissent dans des activités susceptibles de présenter des risques liés au climat pourraient être moins résilientes à la transition vers une économie à bas carbone, et connaître des rendements plus faibles.

⁴⁸ International Energy Agency, "Chapter 2 of Perspectives for the Energy Transition-Investment Needs for a Low-Carbon Energy System,".

Dans ce sens, le Conseil de Stabilité Financière « Financial Stability Board - FSB » a mis en place la « Task Force on Climate-related Financial Disclosures » (TCFD) afin de formuler des recommandations pour une publication plus efficace des données relatives au climat en vue de :

- Promouvoir des décisions plus éclairées en matière d'investissement, de crédit et de souscription d'assurances ;
- Permettre aux parties prenantes de mieux comprendre la concentration des actifs liés au carbone dans le secteur financier et l'exposition du système financier aux risques liés au climat.

Les risques liés au climat sont répartis selon la TCFD en deux grandes catégories :

Risques de transition

La transition vers une économie sobre en carbone peut impliquer d'importants changements des politiques, juridiques et technologiques pour répondre aux besoins d'atténuation et d'adaptation au changement climatique. Ces risques portent sur :

- Les risques légaux et juridiques : Ces derniers visent soit, la limitation des effets néfastes du changement climatique soit, l'adaptation à ce changement. S'agissant du risque légal, il est mis en exergue compte tenu l'augmentation du nombre de litiges liés au climat qui sont intentés devant les tribunaux ;
- Le risque technologique : le développement et l'utilisation de technologies émergentes telles que les énergies renouvelables, le stockage de batteries, l'efficacité énergétique vont affecter la compétitivité de certaines organisations, leurs coûts de production et de distribution et la demande de leurs produits et services émanant des utilisateurs finaux ;
- Le risque marché : les marchés pourraient être touchés par les changements climatiques de façons variées et complexes, dont notamment la variation de l'offre et de la demande pour certaines matières premières, produits et services ;
- Le risque de réputation : le changement climatique a été identifié comme une source potentielle de risque pour la réputation en fonction de la perception des clients (ou la communauté en général).

Risques Physiques

Les risques physiques résultant du changement climatique peuvent être dus à des événements ponctuels (tels que les cyclones, les ouragans ou les inondations) ou à des changements à long terme des régimes climatiques pouvant entraîner notamment une élévation du niveau de la mer

ou des vagues de chaleur permanentes. Les risques physiques peuvent avoir des implications financières pour les organisations, telles que des dommages directs aux actifs et des impacts indirects attribuables à la perturbation de la chaîne logistique. Les performances financières des organisations peuvent également être affectées par les changements dans la disponibilité, l’approvisionnement et la qualité de l’eau, la sécurité alimentaire, et les variations extrêmes de température affectant les besoins en transport et la sécurité.

Selon la TCFD, les banques devraient identifier les concentrations importantes d’actifs à forte empreinte carbone. En outre, les banques devraient publier leurs risques liés au climat (transition et physiques) inhérents à leurs activités de prêts et aux autres activités d’intermédiation financière.

Aussi, les banques devraient fournir les paramètres utilisés pour évaluer l’impact de ces risques (transition et physiques liés au climat) sur leurs activités de prêt et autres activités à court, moyen et long terme.

La TCFD a élaboré une série de recommandations sous forme de lignes directrices volontaires (cf. schéma ci-dessous) sur la transparence des entreprises en matière de climat recouvrant quatre aspects : gouvernance, stratégie, gestion des risques, indicateurs et objectifs. Un suivi régulier de la mise en place de ces recommandations est réalisé par la TCFD, dont le dernier a été effectué en septembre 2018.

GOUVERNANCE	STRATÉGIE	GESTION DES RISQUES	MESURES ET OBJECTIFS
<p>Transmettre la gouvernance de l’organisation concernant les risques et les opportunités liés au climat.</p>	<p>Dévoiler les impacts réels et potentiels des risques et opportunités liés au climat sur la stratégie et la planification financière de l’organisation, lorsque ces renseignements sont importants.</p>	<p>Indiquer comment l’organisation identifie, évalue et gère les risques liés au climat.</p>	<p>Dévoiler les mesures et les objectifs utilisés pour évaluer et gérer les risques et les opportunités liés au climat, lorsque ces informations sont importantes.</p>

Encadré n°8 : Engagement des régulateurs de marché Marocain en termes de Finance Verte

Si l'importance du secteur financier pour la transition vers un modèle plus durable est primordiale, les régulateurs de marché Marocain ont également un rôle fondamental à jouer. Il leur appartient d'œuvrer pour que cette transition soit portée par l'ensemble des acteurs du secteur financier selon une vision commune, coordonnée et progressive de façon à préserver la stabilité financière. Afin de se préparer pour la gestion et la surveillance des risques associés à la finance verte, les autorités de régulation ont entamé les actions suivantes :

- **Secteur bancaire**

- Mise en place d'une commission BAM/GPBM chargée du suivi de la mise en œuvre par les banques des engagements pris dans le cadre de la feuille de route pour l'alignement du secteur financier marocain sur le développement durable, présentée à Marrakech en marge de la COP22 ;
- Adhésion de BAM au Réseau des banques centrales et des régulateurs pour le verdissement du système financier (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System – NGFS) en avril 2018 ;
- Développement par le secteur bancaire d'offres de financement orientées vers l'économie durable ;
- Mobilisation par certaines banques de «Green Bonds» pour financer des projets écoresponsables et préservant l'environnement. le marché obligataire marocain aura ainsi totalisé des émissions équivalentes à 4830 millions de Dirhams, dont 60 % par le secteur bancaire, servant essentiellement au financement des énergies renouvelables, de l'efficacité énergétique et du respect de l'environnement.
- Publication par certaines banques de rapports RSE et prise en compte des risques environnementaux et sociaux en amont de toute décision de financement et/ou d'investissement.

Encadré n°8 : Suite

• Secteur des assurances

- Organisation en 2017 de la 1^{ère} édition du Moroccan Sustainable Insurance Day 2017 en collaboration avec la FMSAR et l'UNEP ;
- L'ACAPS a procédé à la signature d'une convention avec certains organismes (FMSAR, Ministère de l'Énergie, des Mines et du Développement Durable) pour la promotion des investissements du secteur des assurances dans le domaine de l'environnement et du développement durable⁴⁹. Une convention a été également signée entre la FMSAR et l'UNEP pour l'adhésion des entreprises d'assurances marocaines aux principes PSI (Principles for Sustainable insurance) ainsi que le renforcement des capacités en matière d'évaluation des risques environnementaux et climatiques (couverture, par exemple, du risque catastrophes naturelles).

• Marchés des capitaux

- L'AMMC a élaboré un guide servant de référence aux institutions souhaitant émettre des « Green Bonds » pour favoriser le développement de ce nouveau segment sur le marché des capitaux Marocain, Ce guide a été revu en juillet 2018 pour inclure, outre les obligations vertes, les obligations durables.
- Introduction de la finance verte dans les différents accords conclus avec des homologues étrangers (Nigéria, Ghana, CREPMF...).
- Organisation de workshops de sensibilisation regroupant régulateurs, bourses et investisseurs autour de la thématique de la Finance verte (le prochain workshop est programmé en novembre prochain)
- Publication pour consultation d'un texte exigeant la communication d'un rapport ESG pour les entreprises faisant appel public à l'épargne. Un indice spécifique baptisé Casablanca ESG 10 a par ailleurs été mis en place en septembre 2018⁵⁰
- L'AMMC est également membre de plusieurs groupes de travail spécifiques au domaine de la finance verte, en l'occurrence l'initiative SSE (Sustainable Stock Exchanges) lancée par l'ONU, le SBN (Sustainable Banking Network) créé par la Société Financière Internationale appartenant au Groupe Banque Mondiale et le SFN (Sustainable Finance Network) mis en place par l'OICV.

⁴⁹ Pour permettre aux compagnies d'assurance de placer sur un horizon de cinq ans près de 6 milliards de DH dans des actifs verts.

⁵⁰ Cet indice calcule la performance des cours des entreprises socialement responsables, cotées à la Bourse de Casablanca.

Encadré n°8 : Suite

- **AUTRES :**

- Le CFC a émis en septembre 2018, un green bond d'un montant de 355 millions de DH pour une maturité de 15 ans pour le financement de l'extension du programme immobilier CFC : construction de deux nouveaux bâtiments pour répondre à la demande croissante des entreprises labellisées CFC. Ce programme, qui vise l'obtention de la certification internationale LEED (Leadership in energy and environmental design) fera l'objet d'audits externes réguliers en vue de confirmer et d'évaluer ses impacts environnementaux
- Le Groupe Al Omrane a réalisé une opération portant sur l'émission d'obligations ordinaires et de type «Social & Green Bonds» émission obligataire portant sur un montant de 1 milliard de dirhams dont 500 millions serviront à refinancer à la fois des projets à impacts sociaux et des projets à impacts environnementaux.

S'agissant de la surveillance des risques préconisés par le FSB, les autorités financières marocaines se préparent pour la gestion et la surveillance du :

Risque physique :

- Secteur des assurances : Elaboration d'un projet de loi instituant le régime de couverture des conséquences d'événements catastrophiques et modifiant et complétant la loi n° 17-99 portant code des assurances.
- Secteur bancaire : En raison potentiellement de l'impact des catastrophes naturelles aiguës ou des changements chroniques à long terme (augmentation des températures avec des risques plus importants de sécheresse, raréfaction du foncier agricole, etc.), les banques sont exposées au risque de défaut de leur contrepartie en cas de survenance de ces risques. Même s'ils seraient couverts par une assurance, les coûts indirects d'interruption et de reprise d'activités ainsi que de « réputation » pourraient impacter négativement la solvabilité de ces contreparties.

Encadré n°8 : Suite

Risque de transition :

- Les actions politiques visant à limiter les actions contribuant aux effets néfastes des changements climatiques ou des actions politiques visant à promouvoir l'adaptation aux changements climatiques ;
- Le risque lié à la transition vers une économie verte peut affecter le bilan des banques, des compagnies d'assurances et des autres investisseurs de long terme en raison de la dévalorisation des actifs à forte empreinte carbone détenus dans leurs portefeuilles (énergies fossiles, industries chimiques,...).

Aussi importe-il de souligner que :

- Un point régulier sur les enjeux liés au développement de la finance durable est traité dans le rapport annuel sur la stabilité financière depuis 2016 ;
- Un point sur l'état d'avancement de la feuille de route pour l'alignement du secteur financier marocain sur le développement durable est examiné régulièrement par le CCSRS ;
- L'intégration du risque « carbone » dans la cartographie des risques systémiques est en cours de concert avec les trois autorités financières. Selon un rapport publié en février 2018 par le SBN, ces initiatives ont permis au Maroc de s'imposer en matière de développement de la finance durable. Par ailleurs, les liens de partenariat et de coopération tissés par les acteurs publics et privés marocains avec leurs homologues africains devront être davantage renforcés et élargis au volet du développement durable. Dans cet esprit, BAM a inscrit le sujet du développement durable au programme des accords de coopération conclus avec plusieurs autorités de régulation Africaines.

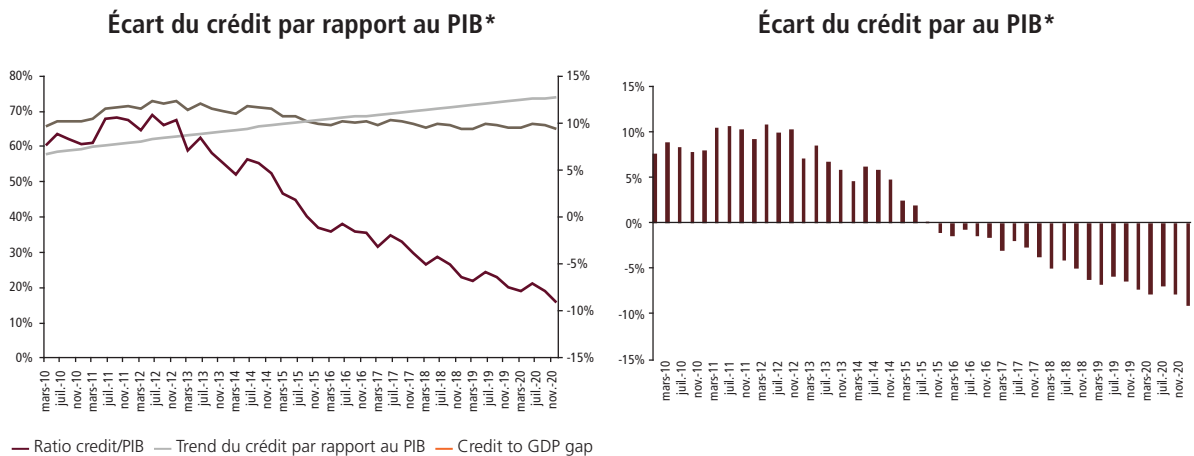
III.6 POLITIQUE ET INSTRUMENTS MACROPRUDENTIELS

A. INSTRUMENTS DE FONDS PROPRES

a. Le coussin contracyclique

Le coussin de fonds propres contracyclique est une composante importante de Bâle III, que Bank Al-Maghrib a introduit comme disposition au niveau de la circulaire des fonds propres. Il s'agit d'une mesure préventive imposant aux banques de constituer progressivement des fonds propres pour faire face à d'éventuels déséquilibres qui peuvent se développer au niveau du marché. La constitution de ce coussin vise à augmenter la capacité des établissements bancaires à supporter les chocs, et elle peut être utilisée pour infléchir délibérément le mouvement ascendant du cycle financier en restreignant le potentiel d'octroi de crédits sur la base des fonds propres existants.

Depuis mi-2015, l'écart du crédit par rapport au PIB est négatif, ce qui n'implique pas la constitution d'un coussin de fonds propres contracyclique actuellement au Maroc.



(*) Écart du ratio crédit/PIB au regard de sa tendance à long terme, calculé en utilisant un filtre Hodrick Prescott récursif à une face, le paramètre de lissage étant établi à 400 000

Source: BAM

b. La surcharge systémique

Afin d'atténuer les effets négatifs que pourrait représenter la défaillance des banques d'importance systémique à l'échelle domestique (D-SIB) sur la stabilité financière et l'économie réelle, le Comité de Bâle a publié un cadre méthodologique dédié au traitement de ces établissements. Ce cadre comprend une méthodologie d'évaluation et de désignation desdites banques, des exigences supplémentaires en matière d'absorption des pertes, une supervision plus intensive et des mécanismes de résolution plus efficaces.

Dans le cadre de la mise en œuvre des dispositions de la réforme Bâles 3 en matière de politique macroprudentielle, et en convergence avec les recommandations dudit comité, Bank Al-Maghrib est en cours de finalisation des travaux de mise en place d'un cadre dédié au traitement des banques revêtant une importance systémique (D-SIB).

Ce dispositif est décliné en deux principales composantes : i) L'identification des banques ayant une importance systémique à l'échelle national et ii) Le calibrage des exigences prudentielles en fonds propres visant le renforcement de la capacité d'absorption des pertes de ces banques.

S'agissant de l'identification, la méthodologie de détermination de ces établissements a été définie et leur liste a été arrêtée et approuvée par le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS). A cet égard, trois critères ont été retenus parmi les quatre préconisés par le Comité de Bâle à savoir : (1) la taille, (2) l'interconnexion et (3) la complexité. Le critère de substituabilité n'a pas été retenu à ce stade car l'activité des banques marocaines est centrée principalement sur les métiers d'intermédiation financière.

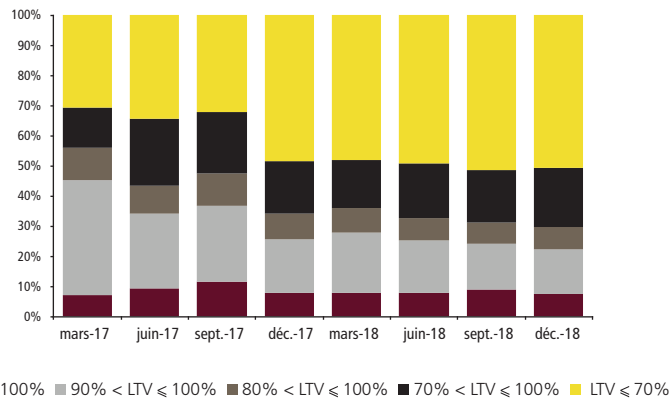
Quant à la surcharge systémique, Bank Al-Maghrib a mis en place une méthodologie de calibrage des niveaux de surcharge en fonds propres à appliquer aux banques d'importance systémique en s'inspirant des recommandations du comité de Bâle et des meilleures pratiques du benchmark international.

B. RATIO « PRÊT SUR VALEUR » RELATIF AU CRÉDIT À L'HABITAT

Au titre de l'année 2018, l'analyse des états transmis par les banques fait ressortir que près de 50% de la production des crédits acquéreurs a été réalisée par deux grandes banques en ligne avec leur part de marché historique. Ainsi, la LTV « Loan to Value » moyenne à l'octroi se situe aux alentours de 70% en 2018, avec des niveaux variant selon les banques.

S'agissant de la structure de la production, selon le niveau de la LTV, elle fait ressortir que la proportion des emprunteurs dont la LTV est inférieure à 80 % représente 67%. Près de 25% des crédits sont accordés avec une LTV entre 80% et 100%. S'agissant des opérations ayant fait l'objet d'un sur-financement (LTV>100%), leur part se situe à 8%.

Structure de la production du crédit à l'habitat*, par tranche de LTV



* hors une seule banque détenant une part de marché de 7%
Source : BAM

En vue de définir un cadre légal et analytique des instruments⁵¹ de politique macroprudentielle visant à atténuer le risque systémique lié aux secteurs immobilier et des ménages (tels que les LTV -Loan to Value-, DTI -Debt to Income-, DSTI -Debt Service to Income- ou les outils de capital sectoriels), Bank al Maghrib a bénéficié d'une mission d'assistance technique du FMI et qui a porté essentiellement sur (1) la revue de la disponibilité des données pour la surveillance des risques afférents au secteur immobilier, (2) l'élaboration d'une stratégie d'utilisation des outils macroprudentiels associés et (3) l'établissement d'un cadre légal et opérationnel pour l'introduction de ces outils et leur calibrage initial.

À l'issue de cette évaluation, un plan d'actions a été établi selon des échéances adaptées et a trait principalement à :

- la mise en place des fondements juridiques nécessaires, permettant à Bank Al-Maghrib de déployer les instruments macroprudentiels en lien avec le secteur immobilier.
- l'enrichissement du dispositif informationnel de Bank Al-Maghrib à travers l'exploitation des données granulaires des particuliers et des entreprises dont celles détenues par les « credit bureau », réalisation d'enquêtes périodiques auprès des grands promoteurs immobiliers.
- la constitution sur le moyen terme d'une palette d'outils introduisant notamment la limite DSTI pour les particuliers et la constitution d'un coussin de fonds propres sectoriel pour faire face à l'exposition des banques au secteur immobilier.

⁵¹ Tels que les LTV -Loan to Value-, DTI -Debt to Income-, DSTI -Debt Service to Income- ou les outils de capital sectoriels.

C. INDICATEURS DE SOLIDITÉ FINANCIÈRE

Dans le cadre de la surveillance de la solidité des institutions financières, Bank Al-Maghrib calcule régulièrement les « Indicateurs de Solidité Financière » et les exploite pour examiner la santé des banques marocaines. En effet, certains de ces indicateurs sont scorés au niveau de la cartographie de risque tandis que d'autres sont utilisés au niveau des travaux relatifs au macro stress test.

La Banque a bénéficié, en 2018, d'une assistance technique du FMI pour vérifier la conformité de la méthode utilisée pour le calcul de ces indicateurs avec les standards internationaux préconisés par le FMI, en vue de les publier dans le portail du FMI et faciliter les travaux de comparaison entre les pays. Le périmètre de cette mission a porté sur les banques en tant qu'Institutions Collectrices de Dépôts ainsi que sur la liste des indicateurs « principaux » et « complémentaires » y afférents (tableau ci-dessous). Les travaux réalisés conjointement avec le FMI ont permis d'aligner le calcul des indicateurs avec le guide du FMI et de mettre en place un calendrier permettant la construction et la fiabilisation des séries statistiques de ces indicateurs à fin 2019.

Indicateurs de solidité financière des institutions collectrices de dépôts.

ISF centraux des institutions collectrices de dépôts (12 ISF)	
Adéquation des fonds propres	
I001	Ratio fonds propres réglementaires/actifs pondérés en fonction des risques
I002	Ratio fonds propres réglementaires de base/actifs pondérés en fonction des risques
I003	Ratio prêts improductifs moins provisions/fonds propres de base
Qualité des actifs	
I004	Prêts improductifs/total des prêts bruts
I005	Répartition sectorielle des prêts/total des prêts
Résultat et rentabilité	
I006	Rentabilité des actifs
I007	Rentabilité des fonds propres
I008	Marge d'intérêts/produit brut
I009	Charges hors intérêts/produit brut
Liquidité	
I010	Ratio actifs liquides/total des actifs
I011	Ratio actifs liquides/passifs à court terme
Sensibilité au risque marché	
I012	Ratio position ouverte nette en devises/fonds propres

Indicateurs de solidité financière des institutions collectrices de dépôts.

ISF complémentaires des institutions collectrices de dépôts (13 ISF)	
I013	Ratio fonds propres/actifs
I014	Ratio grands risques/fonds propres
I015	Répartition géographique des prêts/total des prêts
I016	Ratio position d'actif brute sur dérivés financiers/fonds propres
I017	Ratio position de passif brute sur dérivés financiers/fonds propres
I018	Ratio produit des transactions/total des produits
I019	Ratio charges de personnel/charges hors intérêts
I020	Écart entre les taux débiteur et créditeur de référence (en points de base)
I021	Écart entre le taux interbancaire plafond et plancher (en points de base)
I022	Ratio dépôts de la clientèle/total des prêts (non interbancaires)
I023	Ratio prêts libellés en devises/total des prêts
I024	Ratio passifs libellés en devises/total des passifs
I025	Ratio position ouverte nette en actions/fonds propres

Encadré n°9 : Construction d'un Indice de Stabilité Financière

L'évaluation de la stabilité financière, au vu de sa transversalité, repose sur le suivi et l'analyse d'une batterie d'indicateurs pertinents qui renseignent sur la résilience de chaque composante du système financier ainsi que sur les vulnérabilités pouvant émaner d'un secteur particulier.

Ces indicateurs analysés séparément, ne décrivent pas forcément la solidité (ou la fragilité) du système dans son ensemble. Dans ce sens, plusieurs banques centrales ont opté pour le calcul d'un indice composite permettant une évaluation intégrée des sources de vulnérabilités pesant sur la stabilité financière. Selon le benchmark effectué, cet indice s'appuie sur un nombre réduit d'indicateurs et sur une démarche claire et relativement simple de consolidation des résultats.

Le choix des indicateurs est effectué sur la base du benchmark des pays ayant déjà calculé cet indice, tout en s'assurant de la pertinence des variables choisies au regard de leur capacité à détecter les risques encourus pour les différents secteurs et de la disponibilité des données historiques.

Encadré n°9 : Suite

L'indice proposé est calculé sur une base annuelle pour la période 2007-2018. Il est constitué de 30 variables (voir tableau ci-dessous) couvrant six principaux volets (i) les développements macroéconomiques (ii) l'évolution des marchés financiers (iii) les vulnérabilités des agents non financiers (iv) les vulnérabilités des institutions financières (v) le marché immobilier et (vi) les vulnérabilités des IMFs. Le calcul de l'indice global est le résultat de deux niveaux d'agrégations avec des traitements statistiques des variables.

La méthode de pondération proposée attribue le même poids aux indicateurs tout en prenant en considération le nombre d'indicateurs intégrés dans chaque sous-indice. Par exemple, l'indice de l'évolution des marchés financiers contient 4 indicateurs, le poids qui lui est assigné est donc égal à 4/30. Par ailleurs, l'indice relatif aux vulnérabilités du secteur financier est calculé en regroupant les sous-indices « Secteur bancaire » et « Secteur des assurances » en leur attribuant des poids selon leur part dans le total actif du système financier, soit 86% et 14% respectivement. Les indicateurs, après traitements statistiques, sont regroupés en sous indices, tel que :

Evolution des marchés financiers	$ISF_{emf} = \sum_1^4 Y_k/4$
Développements macroéconomiques	$ISF_{dme} = \sum_1^6 Y_k/6$
Vulnérabilités des institutions financières	$ISF_{vif} = 0,86 * \frac{\sum_1^5 Y_k}{5} + 0,14 * \frac{\sum_1^5 Y_k}{5}$
Vulnérabilités des agents non financiers	$ISF_{vanf} = \sum_1^3 Y_k/3$
Marché immobilier	$ISF_{mi} = \sum_1^3 Y_k/3$
Vulnérabilités des IMFs	$ISF_{imf} = \sum_1^4 Y_k/4$

$$ISF = \frac{(4 * ISF_{emf} + 6 * ISF_{dme} + 10 * ISF_{vif} + 3 * ISF_{vanf} + 3 * ISF_{mi} + 4 * ISF_{imf})}{30}$$

$$ISF = 0,13 * ISF_{emf} + 0,20 * ISF_{dme} + 0,33 * ISF_{vif} + 0,10 * ISF_{vanf} + 0,10 * ISF_{mi} + 0,13 * ISF_{imf}$$

* Corée du Sud, Emirats Arabes Unies, Jamaïque, Jordanie, Bahamas, Balkans, Chine, Lettonie, Macao, Nigéria, Roumanie et Royaume-Uni.

Encadré n°9 : Suite

Tableau : Indicateurs composants l'Indice de stabilité financière

Les poids finaux attribués aux sous-indices diffèrent les uns des autres. En effet, les poids les plus importants sont assignés aux sous-indices «Vulnérabilités des institutions financières» et «Développements macroéconomiques» puisque chacun couvrant un nombre élevé d'indicateurs de risques pouvant affecter la stabilité financière.

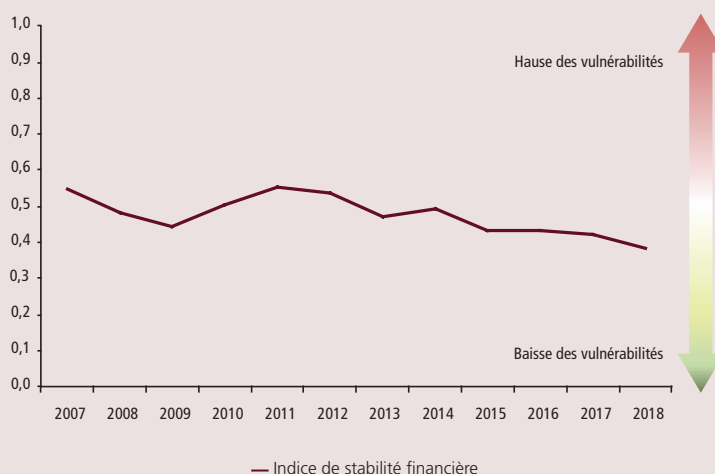
INDICE DE STABILITE FINANCIERE	Indices de vulnérabilités	Indicateurs
	Evolution des marchés financiers (ISFemf)	1. PER
		2. Volatilité BDT 10 ans
		3. Spread du taux d'intérêt (créditeur/débiteur)
		4. Volatilité du taux de change
	Développements macroéconomiques (ISFdme)	5. Croissance du PIB non agricole
		6. Inflation
		7. Ecart du ratio du crédit bancaire/PIB par rapport à sa tendance
		8. Solde du compte courant/PIB
		9. Solde budgétaire/PIB
		10. RIN/PIB
	Vulnérabilités des institutions financières (ISFvif)	Secteur bancaire
		11. Ratio de fonds propres réglementaire
		12. Actifs liquides/passif de court terme
		13. Crédits /dépôts
		14. Taux des CES
		15. ROA
		Secteur des assurances
		16. Résultat net / capitaux propres
		17. Montant net des sinistres/primes nette
		18. Taux de couverture des engagements techniques par des actifs représentatifs
	19. Plus values latentes / Actifs représentatifs	
	Vulnérabilités des agents non financiers (ISFanf)	20. Taux de couverture de la marge de solvabilité
		21. Ecart du ratio de la dette des ménages/PIB par rapport à sa tendance
		22. Ecart du ratio de la dette aux entreprises NF/PIB par rapport à sa tendance
	Marché immobilier (ISFmi)	23. Ecart du ratio de la dette du trésor/PIB par rapport à sa tendance
		24. IPAI réel
		25. Crédits immobiliers/total prêt
	Vulnérabilités des IMFs (ISFimf)	26. Taux de croissance du crédit immobilier
		27. Ratio de compensation
28. Taux de concentration		
29. Coefficient d'écoulement de liquidité		
30. Taux de disponibilité de la plateforme technique		

Encadré n°9 : Suite

L'interprétation de l'évolution de l'indice de stabilité financière en tant qu'indicateur précoce des risques systémiques dépend de la valeur qu'il atteint à chaque période. Cet indice calculé selon la méthode susmentionnée, révèle que les risques entourant la stabilité financière sont globalement modérés au cours de la période 2007-2018, sa valeur s'étant établie en moyenne à 0,47. Ces résultats sont en ligne avec les scores obtenus dans le cadre des travaux de la cartographie des risques systémiques, et reflètent l'absence d'épisodes de crise durant ces dernières années.

Notons par ailleurs, que certaines tensions ont émergé entre 2010 et 2012, dont la hausse des prix immobiliers et de l'inflation et le creusement du déficit courant induisant un accroissement de l'ISF à 0,53 en moyenne. Entre 2017 et 2018, l'indice a légèrement ralenti en lien avec l'atténuation des vulnérabilités des agents non financiers, l'évolution favorable sur les marchés financiers et la baisse des risques immobiliers.

Evolution de l'indice de stabilité financière



L'analyse régulière de l'ISF devrait contribuer à renforcer l'évaluation des risques entourant la stabilité financière. Les travaux se poursuivront pour garantir la pertinence des résultats obtenus et leur cohérence.

CHAPITRE 4

**MARCHES DE CAPITAUX, INFRASTRUCTURES DE
MARCHE ET MONNAIE FIDUCIAIRE**

APERÇU

L'année 2018 a été marquée par la poursuite du creusement de la liquidité bancaire, ainsi la position de liquidité des banques a enregistré un déficit de près de 61 milliards de dirhams en moyenne quotidienne contre 40,6 milliards en 2017. Cette évolution est en lien principalement avec l'accroissement de la circulation fiduciaire et la baisse des réserves de change. Dans ce contexte, la Banque Centrale a augmenté ces interventions, dont l'encours a atteint 62,4 milliards de dirhams en 2018 contre un encours quotidien moyen d'injections de 41,7 milliards en 2017.

Les émissions des bons du Trésor ont augmenté de 4% à 115,1 milliards de dirhams en 2018 sous l'effet de la dégradation du déficit budgétaire et ce, après deux années de baisses successives.

Avec une hausse de 30%, les émissions de dette privée ont atteint 69,6 milliards de dirhams en 2018 dans un contexte de taux bas et continuent de servir en grande partie au secteur financier. L'encours de la dette privée a ainsi atteint 200 milliards de dirhams avec un risque de crédit qui demeure limité vu l'absence d'incidents de remboursement des échéances de la dette et un endettement net hors secteur financier en baisse.

Le marché boursier a connu une légère reprise des émissions de titres de capital avec un volume de 4,3 milliards de dirhams dont deux IPO d'un montant global de 799 millions de dirhams. La valorisation de la bourse de Casablanca en 2018 ressort globalement élevée avec un PER maximal de 22,9%, ce qui a augmenté le risque d'instabilité. En effet, le marché a enregistré une chute d'une amplitude de 18% sur une durée de 8 mois tout en gardant néanmoins une volatilité globalement limitée. Au niveau sectoriel, la baisse avait déjà commencé en 2017 au niveau des secteurs de l'immobilier, du bâtiment et matériaux de construction et s'est élargie aux autres secteurs en 2018. Dans ce contexte de baisse, la liquidité est restée structurellement faible et plusieurs sociétés de bourse ont enregistré des pertes compte tenu de la faiblesse de leurs chiffres d'affaires dans un marché fortement concentré. Elles gardent cependant une structure financière équilibrée.

Les personnes morales marocaines, essentiellement les institutionnels, ont été quasiment les seuls investisseurs orientés à l'achat sur le marché boursier et ont réalisé près de la moitié des transactions boursières en 2018. Quant au risque de contrepartie afférent aux transactions boursières, il ressort très faible avec un taux de suspens à 0,52% en termes de volume.

Concernant le nombre d'investisseurs dans le marché des capitaux marocains, on note une progression de plus de 10.000 comptes titres en 2018, essentiellement grâce aux souscriptions des personnes physiques résidentes aux opérations financières. Concernant les investisseurs non-résidents, leur part détenue dans le flottant en bourse poursuit depuis 2014 une tendance globalement baissière à 11,4% et ce, en lien avec la faiblesse de la liquidité et la rareté des IPO.

L'actif net des OPCVM, qui reste détenu à hauteur des trois quarts par les institutions financières, a connu une croissance soutenue durant les cinq dernières années pour atteindre 435 milliards de dirhams, soit 40% du PIB. Plus de 13 milliards de dirhams net ont été collectés par les OPCVM en 2018 avec une orientation des souscriptions vers les catégories obligataires à moyen et long terme et ce, dans un contexte de morosité du marché boursier. Les sociétés de gestion d'OPCVM continuent d'afficher une bonne rentabilité et une structure financière équilibrée et ce, en dépit du recul de leurs marges.

Le marché de la titrisation poursuit sa dynamique haussière, mais reste néanmoins de taille limitée, soit 9,2 milliards de dirhams. Il en est de même pour le capital investissement, l'actif net des OPCC restant limité à 708 millions de dirhams.

Avec un montant de 22 milliards de dirhams, l'encours des opérations de prêt de titres a augmenté de 46% en 2018 en dépit d'une baisse de 29% du volume des titres prêtés. Les opérations de prêt de titres ont porté quasi-exclusivement sur les BDT avec une durée moyenne qui poursuit sa tendance baissière. Les OPCVM et les banques demeurent les principaux intervenants sur ce marché. Les prêts de titres sans collatéral représentent toujours la majorité des opérations en attendant l'entrée en vigueur de l'amendement de la loi sur les prêts de titres qui exige la constitution d'une garantie.

Le volume des avoirs conservés auprès du Dépositaire central Maroclear a progressé à 1.767 milliards de dirhams, malgré le recul de la capitalisation boursière. De même que pour les flux dénoués qui continuent de progresser, en particulier au niveau de la filière de gré à gré. Le risque opérationnel au niveau de Maroclear, ainsi que de la Bourse de Casablanca est globalement maîtrisé avec des incidents rares et sans gravité. A ce titre, la Bourse de Casablanca a procédé à la certification de son système de management de la continuité d'activité.

IV.1 Marchés de capitaux

A. Marchés monétaire et obligataire

Poursuite du resserrement du besoin de liquidité bancaire

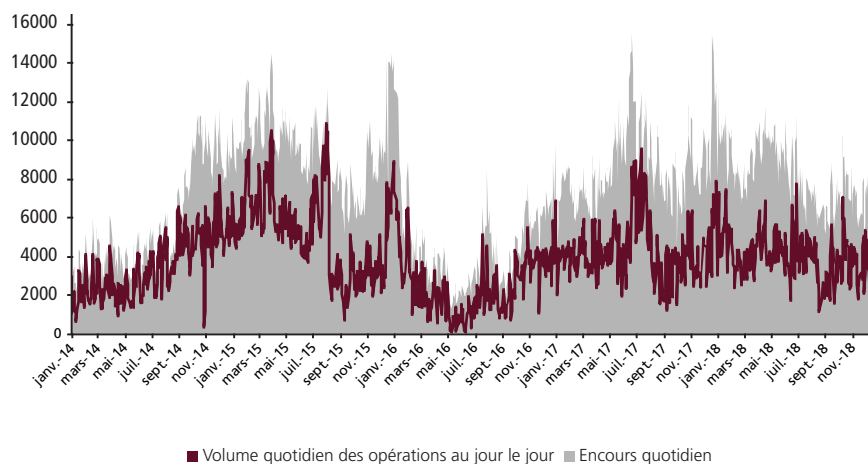
Au cours de l'année 2018, le besoin de refinancement des banques s'est creusé de plus de 20 milliards de dirhams en moyenne quotidienne, contre près de 26,4 milliards de dirhams en 2017, enregistrant ainsi un déficit moyen de 61 milliards en 2018. Ce resserrement de la liquidité bancaire est attribuable principalement à l'accroissement de l'encours de la circulation fiduciaire et à la baisse des réserves internationales nettes.

Dans ces conditions, la Banque Centrale a haussé ses interventions, à travers un encours quotidien moyen de 62,4 milliards en 2018, en progression de 20,7 milliards d'une année à l'autre.

Baisse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire en blanc

Sur le marché monétaire interbancaire à blanc, l'encours quotidien moyen des opérations s'est établi à près de 8,1 milliards de dirhams au titre de l'année 2018, contre 8,6 milliards une année auparavant. En effet, les opérations traitées au jour le jour, représentant près de 49% des volumes échangés sur ce marché, ont enregistré une baisse de 7% passant à 4 milliards, tandis que le volume quotidien moyen des opérations à terme s'est légèrement contracté de 4% à 4,2 milliards.

Volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire, en millions de dirhams

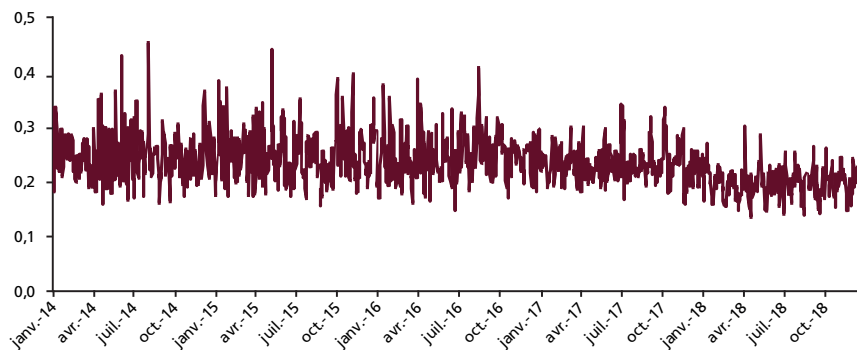


Source : BAM

Persistence de la concentration sur le marché monétaire

Les liquidités bancaires demeurent inégalement réparties entre les banques, avec plus de 68% des réserves totales détenues par les trois plus grands établissements bancaires de la place. A l'instar des années précédentes, l'indice Herfindahl-Hirschman (IHH) a reflété la forte concentration de la liquidité bancaire, passant de 0,21 à 0,3 entre 2017 et 2018, niveau supérieur au seuil de forte concentration de 0,18.

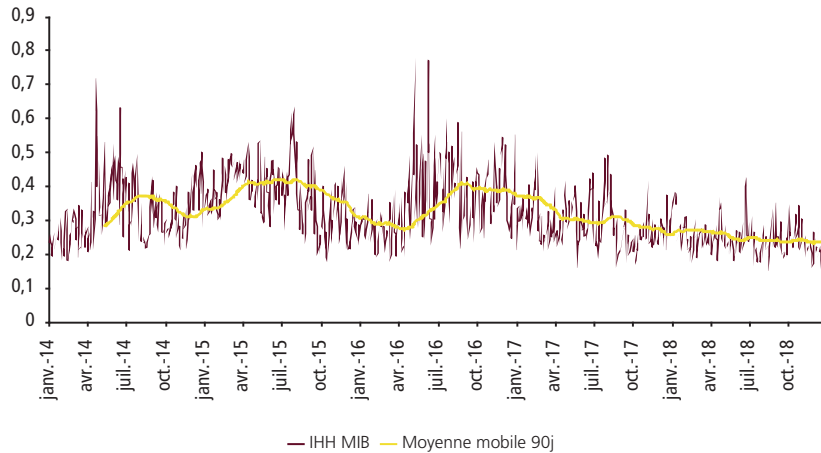
Concentration de liquidité bancaire



Source : BAM

La structure du marché monétaire interbancaire en blanc reflète une persistance de la concentration sur les prêts-emprunts en blanc, malgré la poursuite de l'amélioration de la concentration sur ce marché comme en témoigne l'évolution de l'IHH, passant de 0,36 à 0,29 entre 2016 et 2017 pour s'établir à 0,24 en 2018. Cette dynamique couvre à la fois une baisse de la concentration dans les opérations de prêts avec un indice IHH revenant de 0,29 à 0,23 en 2018, accompagnée d'une contraction de trois points de base à 0,26 en 2018 du côté des opérations d'emprunts, reflétant néanmoins la concentration structurelle sur ce compartiment de marché avec quatre banques qui ont drainé près de 79% des emprunts.

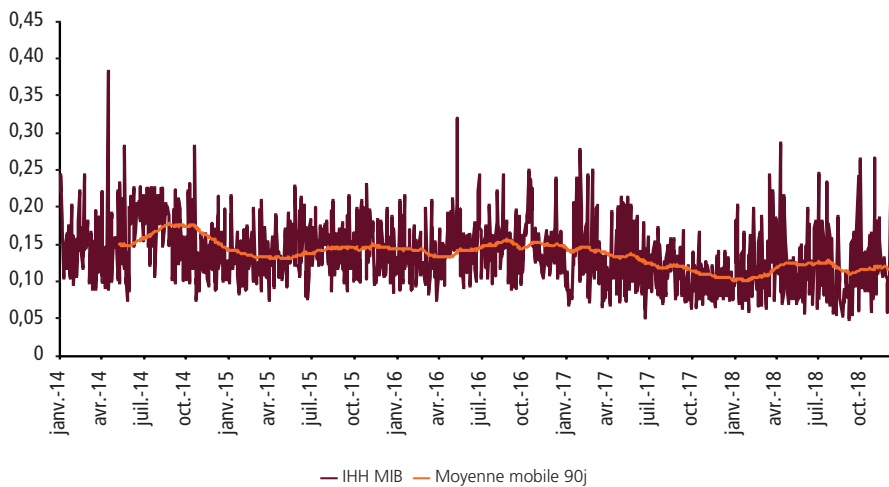
Concentration du marché monétaire interbancaire en blanc au jour le jour



Source : BAM

Pour sa part, le marché de la pension livrée se situe dans la catégorie des marchés modérément concentrés, avec un indice IHH qui s’est stabilisé à 0,12 en 2018, du fait de son élargissement à d’autres opérateurs financiers, notamment les OPCVM.

Concentration du marché de la pension livrée

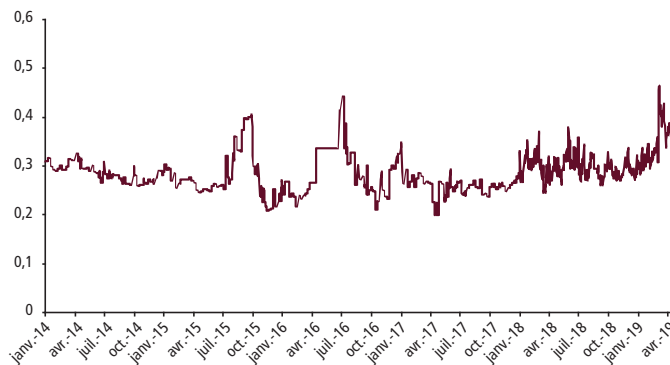


Source : BAM

Concentration du refinancement auprès de la Banque centrale

Une part importante des opérations de refinancement auprès de Bank Al-Maghrib est captée par un nombre limité d'intervenants, qui concentrent près de 85% des injections de liquidité, reflétant le niveau de concentration élevé des trésoreries bancaires. Ainsi, le niveau de l'IHH des injections de la Banque Centrale est revenu à 0,29, même niveau enregistré en 2016 après avoir affiché une baisse de 3 points de base en 2017, traduisant ainsi la forte concentration du refinancement des banques auprès de Bank Al-Maghrib.

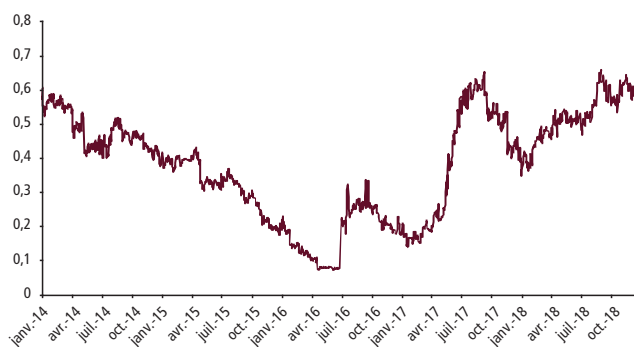
Concentration du refinancement auprès de Bank Al-Maghrib



Source : BAM

La part du collatéral mobilisé par les banques par rapport à leurs actifs éligibles a poursuivi son accroissement pour s'établir à 53% à fin décembre 2018, après des niveaux de 40% et 18% enregistrés respectivement en 2017 et 2016. L'augmentation de la pression sur le collatéral est attribuable principalement à la hausse importante des interventions de Bank Al-Maghrib, atteignant un encours quotidien moyen de 71,8 milliards de dirhams au cours du troisième trimestre de 2018.

Part du collatéral mobilisé par les banques

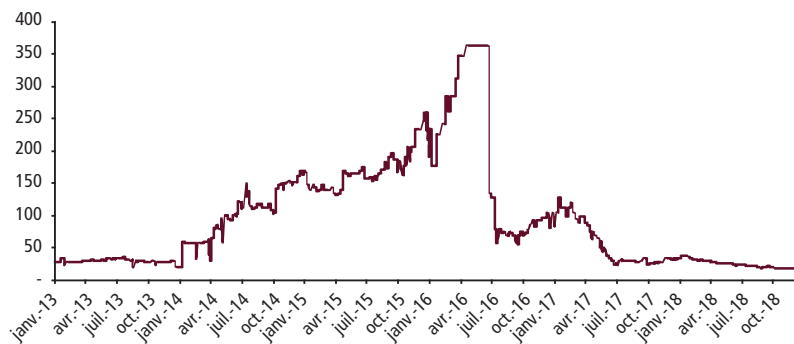


Source : BAM

Réduction de la durée moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib à moins d'un mois

Le resserrement des conditions de liquidité, induisant une augmentation considérable des opérations de refinancement auprès de la Banque Centrale, s'est traduit par la contraction de la durée moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib qui s'est situé à moins d'un mois en 2018, sous l'effet de l'augmentation des avances à 7 jours, contre une durée moyenne de deux mois une année auparavant.

Durée moyenne des interventions de BAM

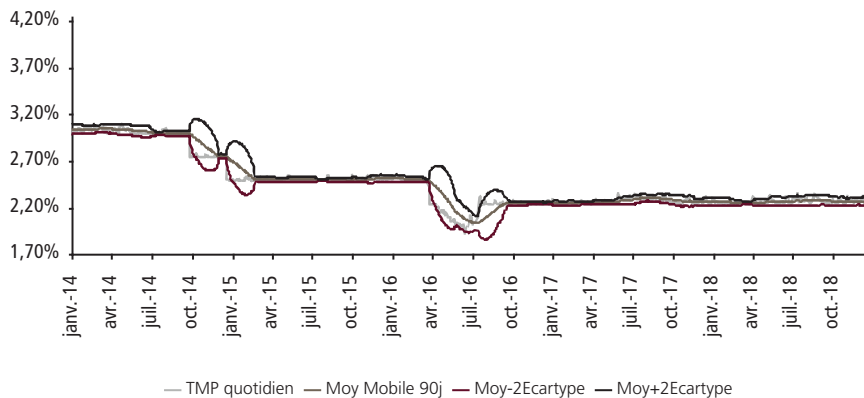


Source : BAM

Dans un contexte marqué par un accroissement des interventions de la Banque Centrale conjuguée à une légère baisse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire, le taux moyen pondéré (TMP) sur le marché interbancaire en blanc au jour le jour a accusé une baisse de 0,4 point de base à 2,277% en moyenne en 2018. En effet, la poursuite de la politique accommodante menée par Bank Al-Maghrib a permis d'assurer le bon fonctionnement du marché interbancaire et le pilotage efficace des taux à court terme. Ainsi, le loyer de l'argent au jour le jour s'est établi tout au long de l'année 2018 à un niveau proche du taux directeur, maintenu à 2,25%, soit un écart de 2,7 points de base au lieu de 3 points l'année précédente.

La volatilité du taux interbancaire en blanc au cours de cette année est maintenue à un écart-type de deux points de base, témoignant d'une stabilité du taux moyen pondéré. Le taux interbancaire a globalement oscillé dans une fourchette identique à celle observée une année auparavant, allant de 2,25% à 2,36%, enregistrant un spread de 11 points de base.

TMP interbancaire en blanc au jour le jour : tendance et volatilité



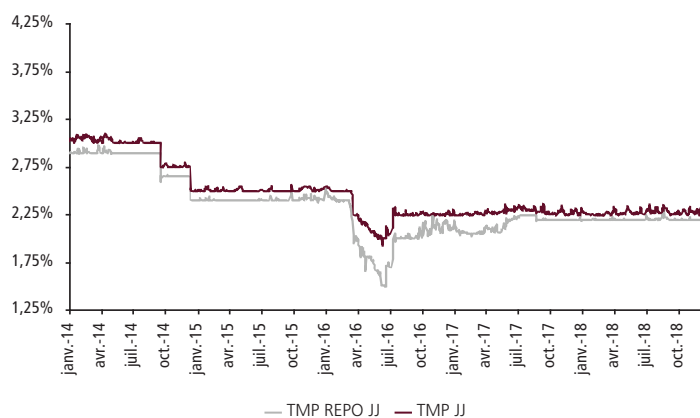
Source : BAM

Amélioration de l'efficience de la formation des prix sur le marché monétaire

En outre, les écarts entre les taux d'intérêt maximums et minimums observés au cours d'une même journée sur le marché interbancaire en blanc ont baissé en moyenne, passant de 10 points de base à 9 points de base au cours de l'année 2018, traduisant une amélioration limitée de l'efficience de la formation des prix sur ce marché.

En parallèle, les écarts de taux entre les financements sur le marché collatéralisé et le marché en blanc se sont établis à 7 points de base en 2018, contre 12 points de base un an auparavant et un écart de 22 points de base en 2016, traduisant une poursuite de la baisse de l'aversion au risque.

TMP au jour le jour sur le marché de la pension et sur le marché interbancaire en blanc



Source : BAM

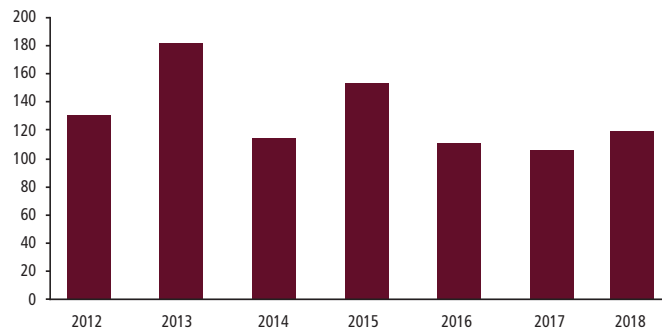
Hausse des émissions des bons du Trésor, après deux années de baisses successives, sous l'effet de la dégradation du déficit budgétaire

Le marché de la dette publique constitue la première alternative de placements pour les investisseurs, en lien notamment avec la sécurité qu'il offre et le manque d'opportunités alternatives de placement.

Ainsi, l'encours des bons du Trésor a atteint 546 milliards de dirhams à fin 2018, en augmentation de 29 milliards de dirhams par rapport à fin 2017, soit une hausse de 5,61%.

Les émissions des bons du Trésor ont connu une hausse de 4% à 115,1 milliards de dirhams en 2018, après deux baisses successives en 2016 et 2017 respectivement de -1% et -25%.

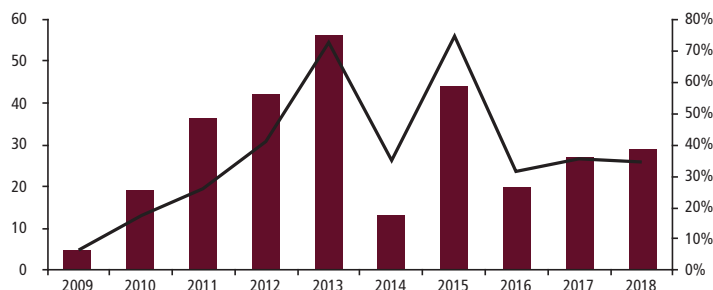
Évolution des émissions des Bons du Trésor (en Md MAD)



Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Ce renversement de tendance s'explique notamment par la dégradation de la situation du Trésor, marquée par le creusement du déficit budgétaire qui a atteint 3,7% du PIB en 2018 contre 3,5% un an auparavant. En effet, la collecte des recettes fiscales, notamment les recettes tirées de l'impôt sur les sociétés (IS) a été affectée par la morosité conjoncturelle, en liaison avec le ralentissement de la demande intérieure. De leur côté, les dépenses ordinaires ont connu des dépassements importants, notamment au niveau des charges de fonctionnement et des charges de compensation qui ont enregistré des hausses significatives respectivement de 6,8% et 15,6% en lien avec la hausse des cours du gaz butane.

Variation de l'encours des Bons du Trésor⁵² (En Md MAD)



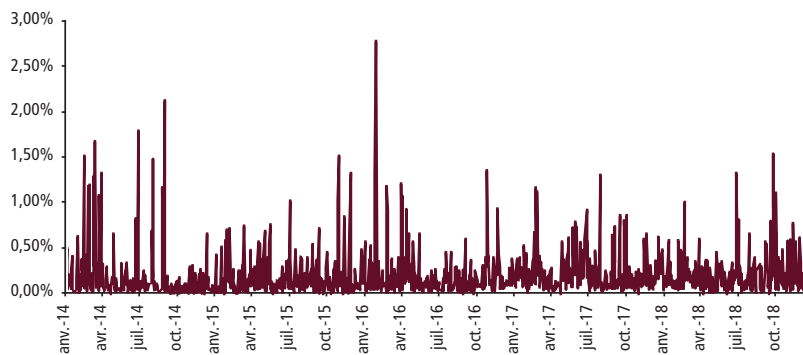
■ Variation encours BDT en millions de Dhs — % Variation encours BDT/ Total financement de l'économie*

Sources : Bourse de Casablanca, Bank Al- Maghrib, Maroclear et Calculs AMMC

Le marché secondaire de la dette publique demeure peu profond

S'agissant du marché secondaire des bons du Trésor, il se caractérise toujours par un manque de profondeur avec un taux de rotation relativement bas, se stabilisant à un niveau de 0,22% en 2018, laissant apparaître un faible niveau d'échanges sur ce marché.

Taux de rotation quotidien sur le marché secondaire des Bons du Trésor

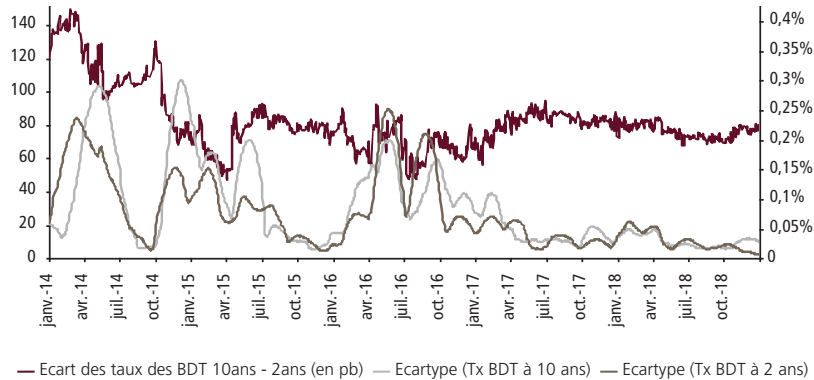


Source : BAM

Dans le même sillage, l'écart entre les taux des Bons du Trésor à 2 et 10 ans s'est réduit à 76 points de base au cours de l'année 2018 contre 82 points de base en 2017, traduisant un léger resserrement du spread 2-10 ans, accompagné d'un mouvement d'aplatissement de la courbe des taux. Ainsi, les taux des BDT à 10 ans ont enregistré en moyenne une légère hausse d'un point de base en 2018 pour s'établir à 3,30%, tandis que les taux à 2 ans ont marqué un accroissement de 7 points de base à 2,54%.

⁵² Total Financement de l'économie : Emissions marché primaire de la bourse+ variation encours titres de dette, FPCT et OPCR+ variation encours crédits des établissements de crédit.

Écart des taux & volatilité des BDT 10ans - 2ans



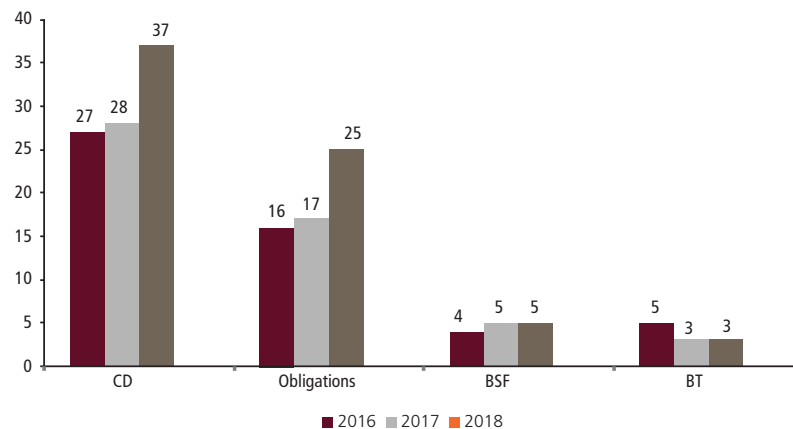
Source : BAM

Dans ce contexte, l'écart-type des taux des Bons du Trésor a baissé aussi bien pour les maturités à 2 ans que celle à 10 ans pour s'établir à 0,03% en 2018, contre respectivement 0,04% et 0,05% au cours de l'année 2017.

Les émissions de dette privée ont sensiblement augmenté dans un contexte de taux d'intérêt bas tout en servant en grande partie le secteur financier

Les émissions de la dette privée se sont établies à 69,6 milliards de dirhams en 2018, en hausse de 30% par rapport à 2017. Cette évolution est due à l'augmentation des émissions des obligations et des certificats de dépôt respectivement de 32% et 47%.

Évolution des émissions de la dette privée par catégories de titres (en Md MAD)

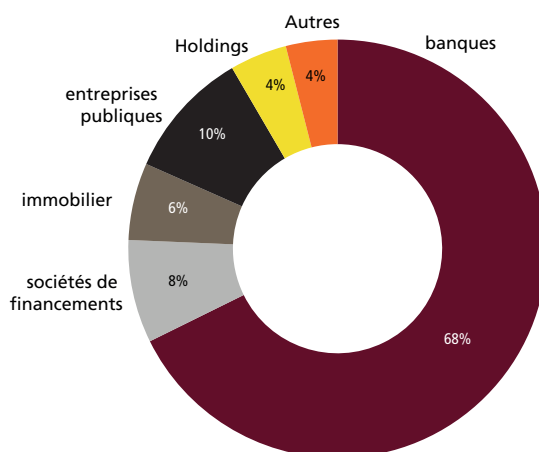


Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Les émissions de la dette privée en 2018 restent dominées par les TCN à hauteur de 64,12% contre 68,76% en 2017. En effet, les certificats de dépôts représentent plus de la moitié de l'ensemble des émissions de la dette privée, soit 52,71% contre 53,2% en 2017. Les bons des sociétés de financement (BSF) et les billets de trésorerie (BT) représentent respectivement 7,66% et 3,75% contre 9,18% et 6,38% en 2017. Quant aux obligations, elles représentent 35,88% du volume d'émission de la dette privée en 2018 contre 31,25% en 2017.

Les établissements de crédit (banques et sociétés de financements) restent les principaux émetteurs de dette privée avec 76% de l'ensemble des émissions. En effet, les banques ont émis sur le marché des montants importants s'élevant à près de 47,2 milliards de dirhams, que ce soit sous forme de certificats de dépôt ou d'obligations (subordonnées principalement), ce qui représente 68% des émissions de dette privée effectuées en 2018. Pour leur part, les sociétés de financement ont réalisé des émissions s'établissant à 5,33 milliards de dirhams, soit près de 8% de part de marché.

Ventilation des émissions de la dette privée par secteur d'activité

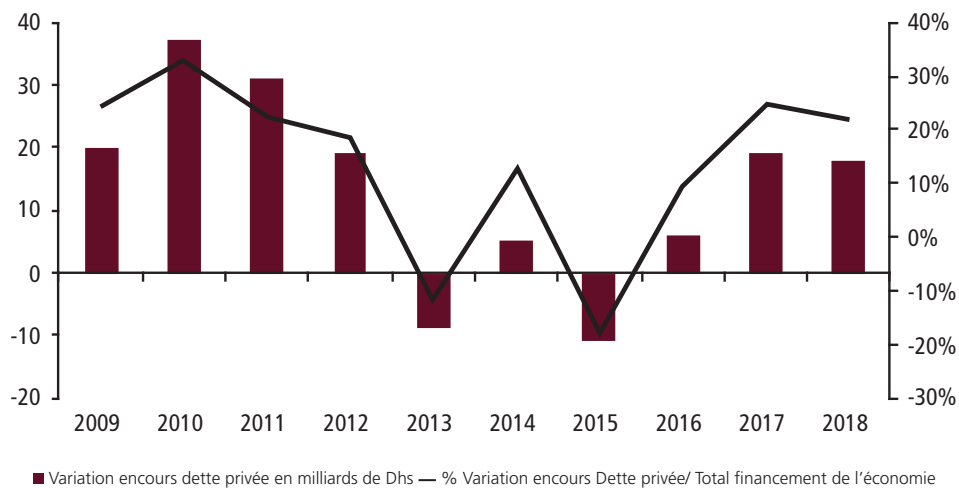


Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Les entreprises publiques, quant à elles, représentent 10% des émissions et visent principalement à financer d'importants projets d'infrastructure très capitalistiques dans le cadre de la mise en œuvre des stratégies sectorielles du gouvernement. Les entreprises du secteur privé ne représentent que 14% des émissions de dette privée en 2018.

En dépit de la hausse du volume des émissions de la dette privée, la contribution de cette dernière au financement de l'économie, ressort en légère baisse en passant de 25% en 2017 à 22% en 2018. Cette baisse s'explique d'une part par l'augmentation du volume de remboursement de la dette privée de 34,84 milliards de dirhams en 2017 à 50,51 milliards de dirhams en 2018 et d'autre part, par l'augmentation du volume global de financement de l'économie de 74,89 milliards de dirhams en 2017 à 85,56 milliards de dirhams en 2018.

Variation de l'encours de la dette privée⁵³



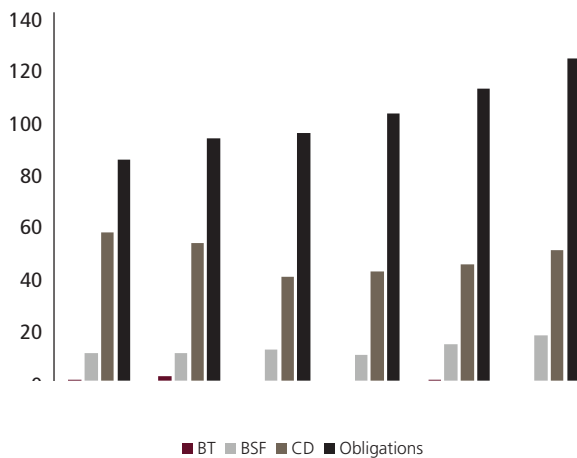
Sources : Bourse de Casablanca, Bank Al- Maghrib, Maroclear et Calculs AMMC.

L'encours de la dette privée, qui reste sur une dynamique haussière, a atteint 200 milliards de dirhams

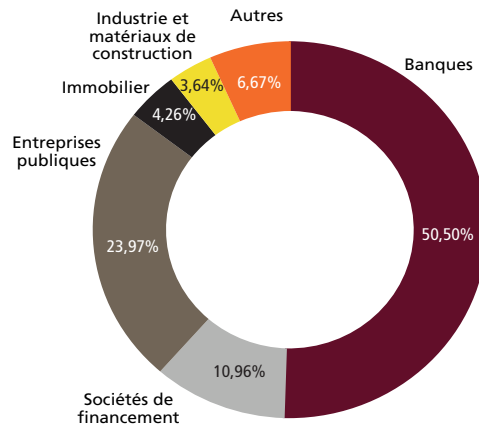
L'encours de la dette privée s'est établi à près de 200 milliards de dirhams à la fin de l'année 2018 contre 181 milliards de dirhams à la fin de l'année 2017, soit une hausse de 10,5%. Cette hausse provient à hauteur des deux tiers du gisement obligataire. Les certificats de dépôts et les bons de sociétés de financement affichent des encours en hausse respectivement de 5 et 4 milliards de dirhams, alors que l'encours des billets de trésorerie a reculé de 2 milliards de dirhams. Les établissements de crédit (banques et sociétés de financement) restent les principaux créanciers en dette privée avec 61,5% de l'encours global.

⁵³ Total Financement de l'économie : Emissions marché primaire de la bourse+ variation encours titres de dette, FPCT et OPCR+ variation encours crédits des établissements de crédit.

Évolution de l'encours de la dette privée (En Md MAD)



Ventilation de l'encours par secteur



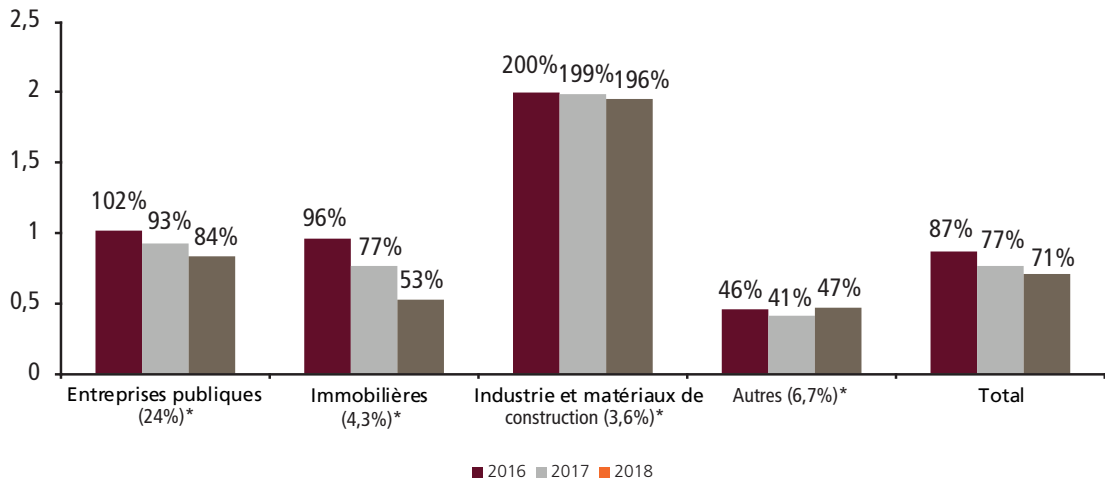
Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Le risque de crédit afférant à la dette privée des émetteurs non-financiers ressort limité, avec un endettement net en baisse

La situation du risque de crédit relatif à la dette privée ressort favorable en 2018 dans la mesure où aucun évènement de défaut de paiement ou de difficulté financière d'un émetteur particulier n'ont été enregistrés. Concernant les deux émetteurs appartenant à un même groupe immobilier ayant connu des difficultés en 2014, ils poursuivent la réalisation d'un programme de restructuration qui a permis notamment de réduire de manière significative leurs dettes bancaire et obligataire.

Concernant l'endettement net global des sociétés non financières émettrices de dette privée, il s'élève à 197,4 milliards de dirhams au terme de l'année 2018, en baisse de 2,3% comparativement à l'exercice précédent. Leur gearing global ressort en baisse à 71% en 2018 contre 77% en 2017. Il reste à un niveau maîtrisé dans la mesure où les dettes financières demeurent globalement inférieures aux capitaux propres.

Évolution du gearing des émetteurs non-financiers de dette privée



Source : Publications financières des émetteurs
 (*) Poids dans l'encours global de la dette privée

En effet, le gearing des entreprises publiques est passé de 102% en 2016 à 84% en 2018. Celui des entreprises immobilières ressort à 53% en 2018 contre 96% en 2016 grâce à la politique de désendettement adoptée par les entreprises de ce secteur. Quant au secteur de l'industrie et matériaux de construction, qui ne représente que 3,6% en termes de poids dans la dette privée, son ratio d'endettement net ressort relativement élevé à 196% en 2018, en baisse de 3 points par rapport à 2017.

Encadré N°10 : Définition de l'endettement net

Par définition, l'endettement net, également appelé endettement financier net ou dettes financières nettes, représente la position créditrice ou débitrice d'une entreprise vis-à-vis de ses tiers financeurs hors cycle d'exploitation, c'est-à-dire hors dettes fournisseurs, fiscales et sociales. Il est obtenu en additionnant les dettes de financements (à court, moyen et long terme) dont sont retranchées les disponibilités.

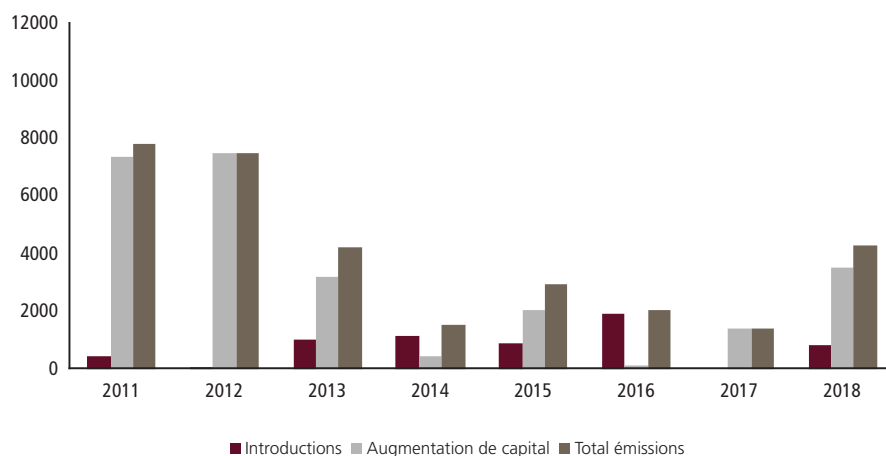
Le ratio d'endettement net, communément appelé gearing, est le rapport entre l'endettement net et les capitaux propres de l'entreprise. Il mesure le risque de la structure financière de l'entreprise. Plus le ratio d'endettement d'une entreprise est élevé, plus l'entreprise est considérée comme à levier financier.

B. MARCHÉ BOURSIER

Légère reprise du volume d'émission de titres de capital sur le marché boursier avec notamment deux nouvelles IPO et ce, après les niveaux très faibles des années précédentes

Comparativement à l'année précédente, les levées de capitaux en actions sur le marché boursier se sont améliorées en 2018 avec un volume de 4,3 milliards de dirhams, soit une hausse de 200% par rapport à 2017.

Évolution des émissions d'actions sur le marché boursier (en MMAD)



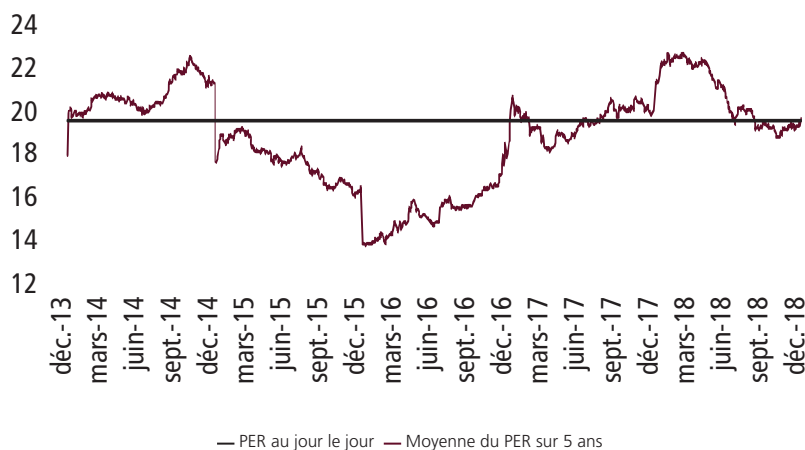
Source : Calculs AMMC

Deux nouvelles IPO ont été réalisées en 2018, mais n'ont totalisé qu'un montant de 799 millions de dirhams dont 613,7 millions de dirhams sous forme d'augmentation de capital et 185,3 millions de dirhams sous forme de cession d'actions. L'essentiel des levées en bourse a été réalisé par les émetteurs déjà cotés sous forme d'augmentation de capital, soit 3 498 millions de dirhams dont 68,7% en numéraire.

L'augmentation de la valorisation de la bourse de Casablanca à hauteur de 16,2% au-dessus de la moyenne des cinq dernières années a accru le risque d'instabilité

Indicateur important dans l'analyse de la stabilité financière d'un marché boursier, le PER global de la bourse de Casablanca ressort en hausse comparé au trois années précédentes et au-dessus de sa moyenne historique sur les cinq dernières années qui s'élève à 19,71x.

Price Earning Ratio global du marché au jour le jour



Source : Données émetteurs et bourse de Casablanca - Calculs AMMC

Le PER global de la bourse de Casablanca a atteint au 9 mars 2018 un pic élevé de 22,9x suivi d'une baisse continue pour terminer l'année autour de sa moyenne historique sur les cinq dernières années, soit 19,78. En éliminant des PER insignifiants de certaines sociétés cotées, le PER global retraité du marché ressort à 18,48x à fin 2018.

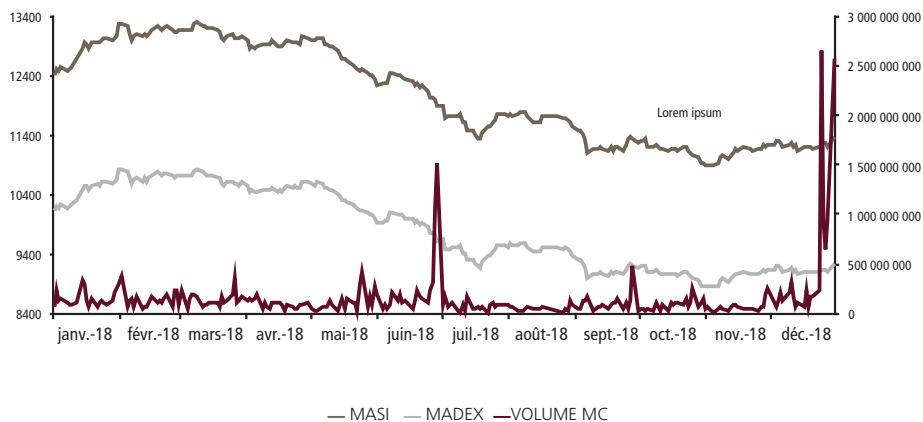
Hormis l'évolution des cours, la hausse de la valorisation de la Bourse de Casablanca en 2018 s'explique également par le recul de 8,3% de la masse bénéficiaire des entreprises cotées par rapport à l'année 2017.

Le PER de la Bourse de Casablanca reste élevé comparé notamment au PER de l'indice du MSCI Frontier Markets qui s'est établi à 12,52x à fin 2018. Ce niveau de valorisation élevé peut s'expliquer par le contexte de taux d'intérêt toujours bas où les investisseurs sont à la recherche d'instruments financiers avec un meilleur rendement. Toutefois, tel que constaté en 2018, cette situation augmente le risque d'instabilité dans le marché boursier.

Chute d'une amplitude de 18% du marché en 8 mois avec néanmoins une volatilité globalement limitée

Après deux années de forte croissance, le MASI a maintenu au début de l'année 2018 une tendance positive et a atteint le 9 mars un pic de performance par rapport à fin 2017 de 7,23%. Cette tendance témoignerait d'une réaction favorable des investisseurs aux perspectives prometteuses en termes de croissance de l'économie nationale dues essentiellement à des prévisions optimistes d'une bonne campagne agricole.

Évolution des indices MASI & MADEX, et du volume du marché central en 2018



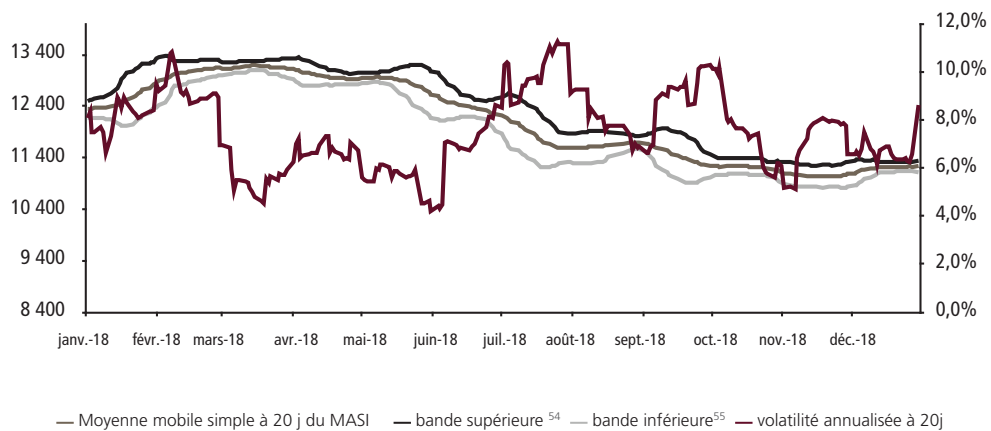
Source : Calculs AMMC

Cet optimisme semble avoir été perdu car ce pic a été suivi d'une phase de baisse, légère au début, mais qui s'est accentuée à partir du 9 mai 2018. Cette période coïncide avec la campagne de boycott lancée sur les réseaux sociaux en avril 2018 et qui a concerné trois grandes marques. De plus, le secteur de l'immobilier présentait des perspectives contrastées ; or ce secteur est considéré comme ayant un effet d'entraînement sur les autres secteurs économiques.

L'indice MASI a ainsi enregistré une contreperformance de 12,13% le 2 novembre 2018, soit une chute du MASI d'une amplitude de 18% en huit mois. Ensuite, le marché a connu une légère reprise pour finir l'année avec une contreperformance de 8,27% pour le MASI.

Sur le plan de la volatilité, une période de faible volatilité (entre 4,23% et 7,3%) a été enregistrée entre les mois mars et mai 2018, soit au début de la chute du marché. Hormis cette période, la volatilité est restée globalement à un niveau limité et ce, dans une fourchette entre 5,1% et 11,26%.

Moyenne mobile et volatilité du MASI en 2019



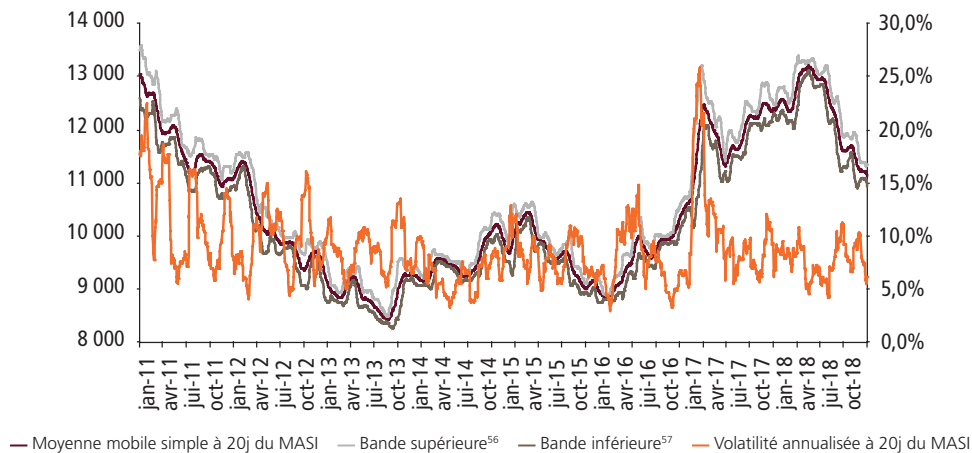
Source : Calculs AMMC

Comparée aux années précédentes, la volatilité du MASI en 2018 ressort globalement en baisse. En effet, la volatilité évoluait dans des fourchettes entre 5,54% et 25,80% en 2017 et entre 2,89% et 21,05% en 2016.

⁵⁴ Moyenne mobile simple à 20j du MASI majorée par le double de l'écart-type standard de l'indice.

⁵⁵ Moyenne mobile simple à 20j du MASI minorée par le double de l'écart-type standard de l'indice.

Moyenne mobile et volatilité MASI entre 2011 et 2018



Source : Calculs AMMC

La baisse qui avait commencé en 2017 au niveau des secteurs de l'immobilier, du bâtiment et matériaux de construction s'est élargie aux autres secteurs en 2018

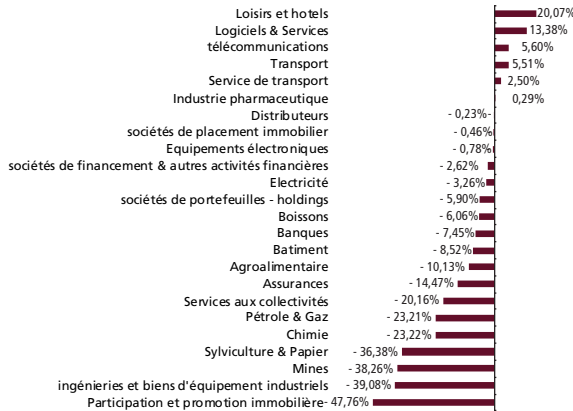
La méfiance des investisseurs a été exacerbée en 2018 par la morosité qui entoure les secteurs clés de l'économie. En effet, la contreperformance du secteur de l'immobilier s'est aggravée en 2018 pour atteindre -47,76%, contre -14% déjà en 2017. Cette situation s'expliquerait par le ralentissement de l'activité, la baisse de la rentabilité ainsi que par les perspectives incertaines du secteur avec une réserve foncière qui ne se constitue plus à un bon rythme et dont dépendent étroitement les revenus futurs.

De surcroît, les perspectives contrastées du secteur de l'immobilier ont entraîné dans leur sillage les autres secteurs économiques. En effet, on note notamment des baisses importantes pour le secteur Sylviculture & Papier qui passe de 30% en 2017 à -36,38% en 2018, le secteur Pétrole & Gaz qui passe de 26% en 2017 à -23,21% en 2018, ainsi que pour le secteur de l'Agroalimentaire qui atteint -10,13% en 2018, contre 27% une année auparavant. D'ailleurs, ces deux derniers secteurs ont été largement touchés par la campagne de boycott lancée au niveau des réseaux sociaux en avril 2018 et qui a ciblé trois grandes marques ainsi que par des réalisations en deçà des attentes.

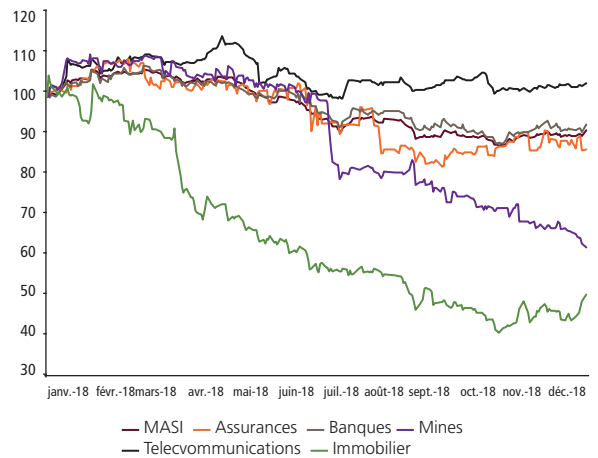
⁵⁶ Moyenne mobile simple à 20j du MASI majorée par le double de l'écart-type standard de l'indice

⁵⁷ Moyenne mobile simple à 20j du MASI minorée par le double de l'écart-type standard de l'indice

Palmarès des performances sectorielles en 2018



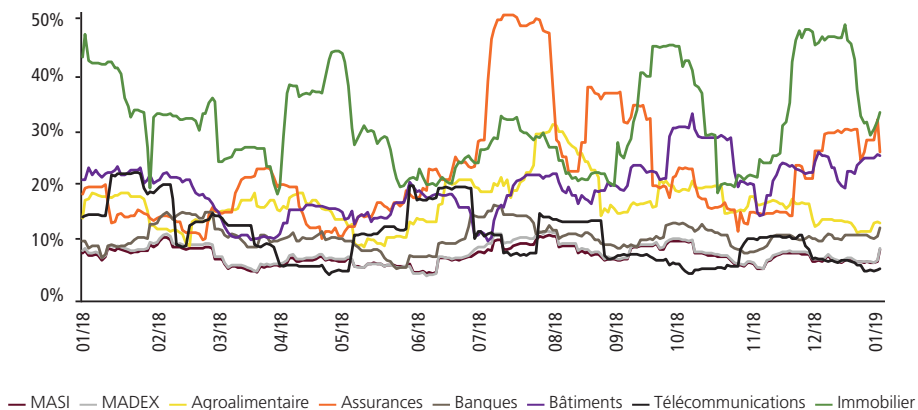
Évolution sectorielle sur une base de 100



Source : Bourse de Casablanca

Cette baisse quasi-généralisée s’est accompagnée d’une volatilité élevée au niveau de plusieurs indices sectoriels, en particulier celui de l’immobilier dont la volatilité a évolué dans une fourchette entre 18,73% enregistrée fin mars 2018 et 49,63% à la mi-décembre 2018. Le secteur des Assurances, dont le portefeuille de placement est exposé au marché boursier, a aussi subi une volatilité élevée à partir du deuxième semestre de l’année avec un pic à 51,3% au début du mois de juillet 2018. Tandis que la volatilité du secteur de l’Agroalimentaire s’est accentuée à partir du mois de mai 2018 pour atteindre 31,34% le 27 juillet 2018.

Évolution de la volatilité du MASI, du MADEX et de quelques secteurs en 2018

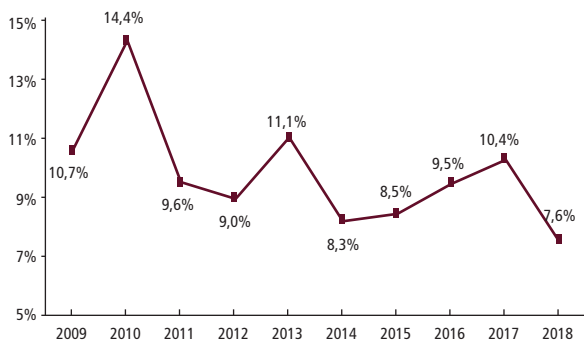


Source : Calculs AMMC

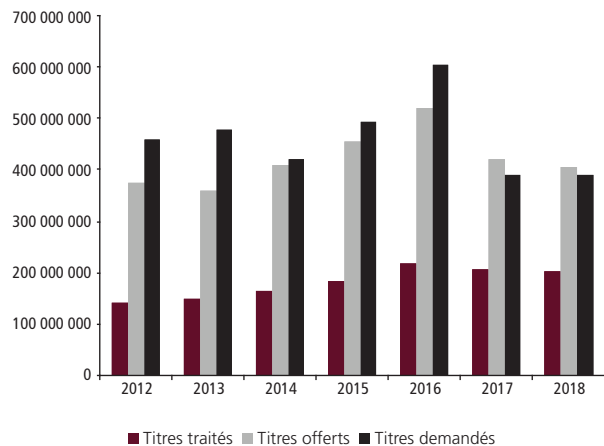
La liquidité du marché boursier demeure structurellement faible

L'un des points négatifs du marché boursier marocain reste le faible niveau de liquidité. En effet, le ratio de liquidité⁵⁸ s'est affaibli à 7,6% en 2018 contre 10,4% une année auparavant et ce, après une légère tendance haussière entre 2015 et 2017. Cette baisse importante est à relativiser dans la mesure où le nombre de titres traités n'a diminué que de 0,59% en passant de 205 millions en 2017 à 204 millions en 2018. Cette situation est due au fait que certaines valeurs parmi les plus échangées sur le marché ont subi des baisses importantes de leurs cours engendrant ainsi une baisse du volume globale de transactions.

Évolution du ratio du marché boursier



Évolution des nombres de titre sur le marché

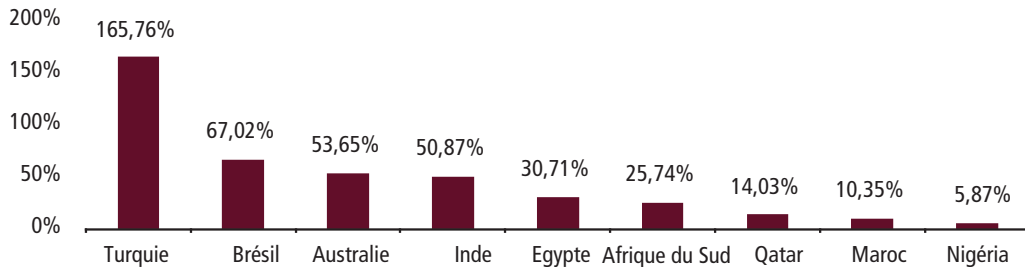


Source : Bourse de Casablanca

La faiblesse de la liquidité de la cote casablancaise ressort de manière claire en comparaison avec d'autres places boursières internationales, comme en témoigne le graphique ci-après. En 2017, la liquidité de la bourse de Casablanca, qui s'établit à 10,35%, est nettement inférieure à celles de l'Afrique du Sud et de l'Egypte, qui s'élèvent respectivement à 25,74% et 30,71%. L'écart avec les bourses émergentes comme le Brésil (67,02%) et la Turquie (165,76%) est plus important.

⁵⁸ Le ratio de liquidité est une moyenne mobile du volume mensuel non doublé des marchés central et de blocs sur la capitalisation fin de mois, calculée sur une année glissante.

Comparaison des ratios de liquidité (2017)

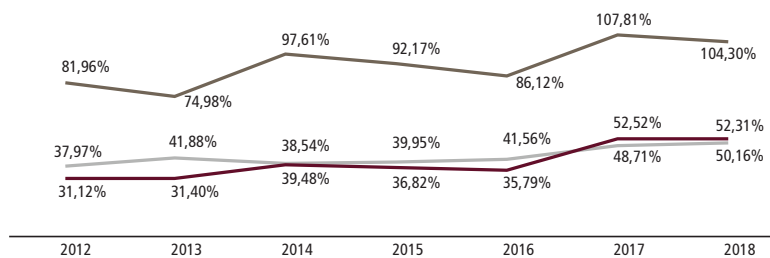


Source: Banque Mondiale

Cette faiblesse de la liquidité s’explique par des facteurs structurels comme la faiblesse du facteur flottant, mais aussi par l’écart entre les prix de l’offre et de la demande fixés par les donneurs d’ordre.

En effet, le ratio « titres offerts/titres demandés » en 2018 s’est établi à 104,30% signifiant ainsi que le nombre de titres offerts à la vente est supérieur au nombre de titres demandés à l’achat.

Titres offerts VS Titres demandés en %



— Titres traités/titres offerts — Titres traités/titres demandés — Titres offerts/titres demandés

Source: Bourse de Casablanca

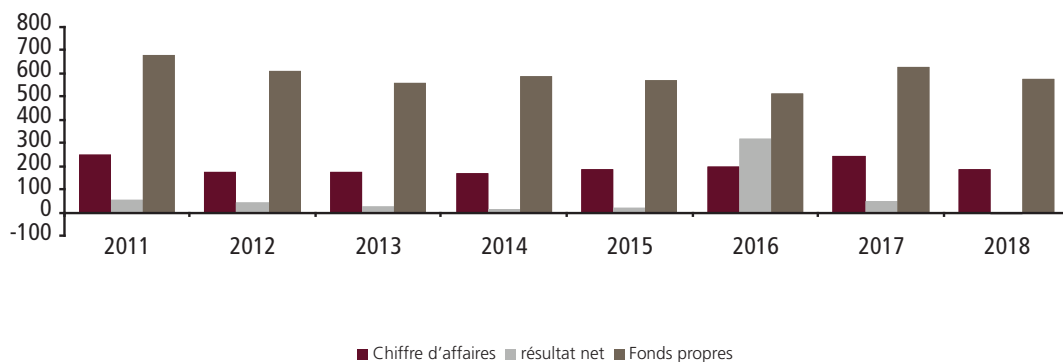
Le taux de satisfaction de l'offre reste très limité en 2018 avec un pourcentage de 50,16% contre 48,71% en 2017, soit une légère augmentation. Par contre, le taux de satisfaction de la demande a baissé de quelques points de base pour s'établir à 52,31% en 2018 contre 52,52% en 2017.

Le secteur des sociétés de bourse dispose globalement d'une bonne assise financière mais souffre de la concentration et de la baisse du volume transactionnel

Les revenus des sociétés de bourse se sont dégradés en 2018 du fait de la baisse du volume transactionnel en bourse et ce, après l'amélioration enregistrée durant les trois années précédentes. En effet, le chiffre d'affaires consolidé des intermédiaires boursiers s'est établi à 188 millions de dirhams en 2018, contre 245 millions de dirhams en 2017. Le secteur reste concentré avec 30% des sociétés de bourse réalisant plus de 60% de part de marchés.

Cette situation a négativement impacté la rentabilité opérationnelle des sociétés de bourse. En effet, le résultat net consolidé ressort négatif de -9 millions de dirhams en 2018 contre un résultat net positif de 51 millions de dirhams en 2017. Neuf sur dix-sept sociétés de bourse ont enregistré des résultats nets négatifs en 2018.

Évolution des indicateurs financiers des sociétés de bourse entre 2011 et 2018 (en MMAD)



Sources: Sociétés de bourse

En termes de structure financière, les sociétés de bourse jouissent dans l'ensemble d'une bonne assise financière avec des fonds propres consolidés de 573 millions de dirhams en 2018, en légère baisse par rapport à 2017 où les fonds propres avaient atteint 628 millions de dirhams.

Encadré N°11 : Dispositif réglementaire et de garantie du marché boursier

Le dispositif réglementaire et de garantie sécurisant le fonctionnement du marché repose sur les règles et mesures suivantes :

- Des règles prudentielles applicables aux sociétés de bourse :
 - Les fonds propres des sociétés de bourse ne peuvent être inférieurs au montant minimum de leur capital social. Le montant du capital social des sociétés de bourse ne peut être inférieur à :
 - › 1.500.000 DH pour celles ayant pour objet exclusif l'exécution de transactions sur les valeurs mobilières pour le compte de la clientèle, le conseil et le démarchage de la clientèle pour l'acquisition ou l'aliénation de valeurs mobilières ;
 - › 5.000.000 DH pour celles qui, outre les opérations ci-dessus, réalisent:
 - Les opérations pour compte propre;
 - La garde des titres ;
 - La gestion de portefeuille de valeurs mobilières en vertu d'un mandat;
 - La participation au placement de titres émis par des personnes morales faisant appel public à l'épargne.
 - Les soldes créditeurs des comptes de la clientèle doivent en permanence être représentés à l'actif de la société de bourse par des emplois en actifs liquides.
 - La valeur totale des positions nettes prises par les sociétés de bourse en compte propre sur les différentes valeurs émises par un même émetteur doit être en permanence inférieure à 40% des fonds propres nets desdites sociétés de bourse. Toutefois, cette règle ne s'applique pas aux valeurs émises ou garanties par l'Etat.
 - La valeur totale des positions nettes d'un même client doit être en permanence inférieure à une proportion de 10 fois les fonds propres nets des sociétés de bourse.
 - Les sociétés de bourse doivent respecter en permanence un ratio de couverture des risques, ledit ratio étant défini comme étant un rapport entre, d'une part, les risques encourus par les sociétés de bourse sur les positions nettes prises pour compte propre et pour le compte de leurs clients, et, d'autre part, leurs fonds propres nets. Le ratio de couverture des risques doit être en permanence inférieur à 100%.

Encadré N°11 : Suite

- Une procédure de garantie de bonne fin des opérations de bourse gérée par la bourse de Casablanca et basée sur des appels de marges en fonction des volumes de transactions de chaque société de bourse.
- Une ségrégation entre les avoirs de la clientèle et les avoirs propres du teneur de comptes au niveau du Dépositaire central Maroclear.
- Un fonds de garantie mis en place dans l'objectif d'indemniser la clientèle des sociétés de bourse mises en liquidation. Il est alimenté par les cotisations semestrielles des sociétés de bourse teneurs de comptes. Le montant desdites cotisations est déterminé en pourcentage du volume des titres et espèces conservés par chacune de ces sociétés. Le montant de ce fonds a atteint à fin décembre 2018 près de 47,4 millions de dirhams contre 44,8 millions de dirhams à fin 2017 et 42 millions de dirhams à fin 2016.

Conformément aux dispositions de l'article 68 du Dahir portant loi n°1-93-211 relatif à la Bourse des valeurs, l'intervention du fonds de garantie est subordonnée à la constatation par l'AMMC de la mise en liquidation d'une société de bourse.

A ce jour, l'AMMC n'a constaté aucune situation de défaillance et n'a pas eu à activer le fonds de garantie.

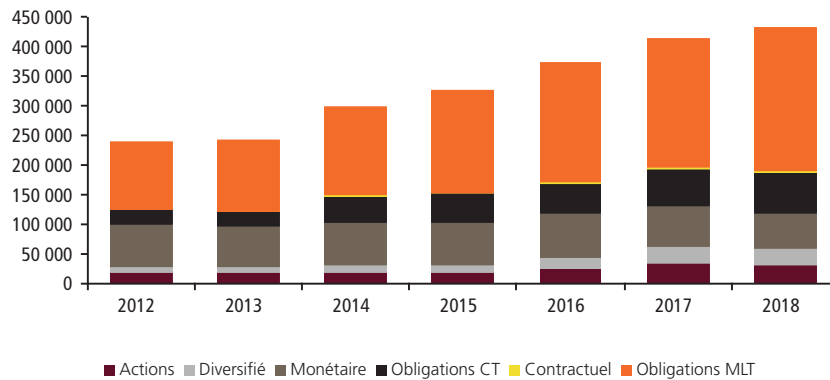
C. ACTIVITÉ DE LA GESTION D'ACTIFS :

Une progression soutenue durant les cinq dernières années de l'actif net des OPCVM qui atteint près de 40% du PIB

Avec près de 450 OPCVM gérés, l'industrie de la gestion d'actifs est aujourd'hui une activité importante pour le système financier marocain. En effet, les OPCVM constituent un réel vecteur de la mobilisation de l'épargne pour le financement de l'économie et la dynamisation des marchés financiers. Avec une progression de près de 5% en 2018, l'actif net géré s'élève à 435 milliards de dirhams, soit près de 40% du PIB.

L'évolution de l'actif net des OPCVM a connu une croissance soutenue au cours des cinq dernières années. Il est passé de 245 milliards de dirhams à la fin de l'année 2013 à 435 milliards de dirhams à la fin de l'année 2018, soit une progression moyenne annuelle de 15,5% contre 3,5% entre 2011 et 2013.

Évolution de l'actif net des OPCVM (en MMAD)



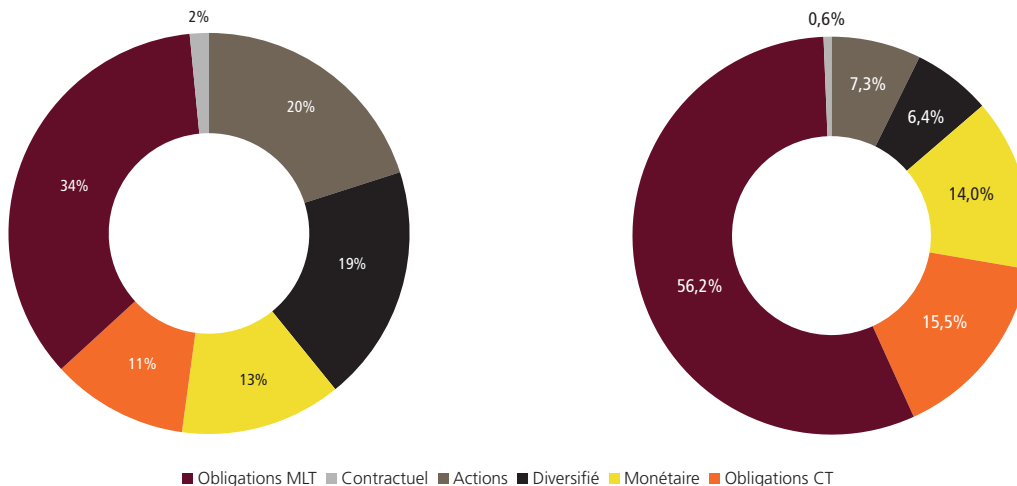
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Concernant la dynamique de création des fonds, 88 OPCVM ont été créés sur les six dernières années dont près de la moitié sont des fonds obligataires (42 fonds créés), suivis des fonds diversifiés et monétaires avec respectivement 21 et 14 fonds créés. Les fonds actions arrivent en dernier avec 11 fonds créés durant la période allant de 2013 à 2018.

Concernant l'année 2018 en particulier, il convient de relever une orientation vers les fonds actions et diversifiés dans un contexte de taux bas. En effet, sur un total de 18 fonds créés, 7 fonds sont de la catégorie « diversifiés » et 4 fonds sont de la catégorie « actions ». Notons également la création de 6 fonds obligataires et un seul fond monétaire.

Au 31 décembre 2018, plus du tiers des OPCVM, soit 155 sont des fonds obligataires à moyen et long terme (OMLT). En effet, ces derniers correspondent au profil d'investissement des institutionnels, qui sont les principaux investisseurs en OPCVM.

Répartition du nombre et de l'actif net des fonds par catégorie d'OPCVM (2018)



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Cette prédominance est reflétée également au niveau des actifs sous gestion. En effet, la catégorie « OMLT » affiche à fin 2018, un actif net de 244 milliards de dirhams, soit plus de la moitié de l'actif net total.

Plus de 13 milliards de dirhams de collecte nette par les OPCVM en 2018 avec une orientation des souscriptions vers des produits moins risqués, dans un contexte de morosité du marché boursier

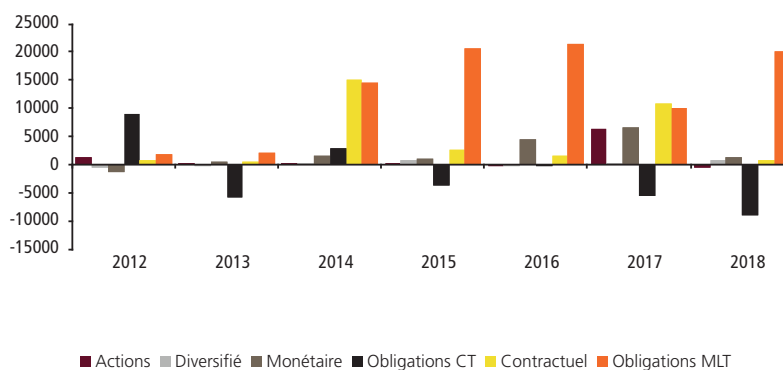
En 2018, les actifs nets sous gestion ont progressé de presque 19 milliards de dirhams par rapport à 2017. Cette évolution s'explique par l'effet conjugué d'une collecte nette de 13,5 milliards de dirhams et de la performance réalisée, soit 5,3 milliards de dirhams.

Après un arbitrage en 2017 en faveur des fonds « actions » et « diversifiés », l'année 2018 s'est caractérisée par un retour à l'aversion au risque avec un rachat net de 571 millions de dirhams pour la catégorie « action » contre une souscription nette de 6,3 milliards de dirhams en 2017. De même, la catégorie de fonds « diversifiés » affiche une souscription nette de 1,2 milliard de dirhams en 2018 contre près de 7 milliards de dirhams en 2017. Ce renversement de tendance s'expliquerait par les contreperformances du marché boursier en 2018.

Les investisseurs se sont orientés presque exclusivement vers les fonds OMLT qui ont presque doublé le volume de l'épargne drainée, en affichant une collecte nette de 20 milliards de dirhams

en 2018 contre seulement 10 milliards en 2017. L'orientation légère à la hausse des taux d'intérêt n'ayant eu qu'un faible impact sur la performance de la catégorie obligataire à moyen et long terme qui reste largement positive.

Évolution des souscriptions nettes aux OPCVM (en MMAD)



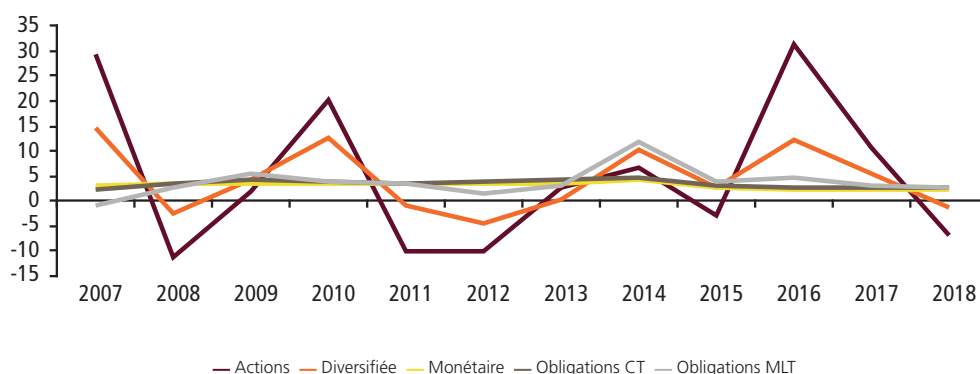
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Performances globalement négatives pour les catégories de fonds « Actions » et « Diversifiés »

L'analyse des indices de performances réalisés par les différentes catégories d'OPCVM en 2018 permet de faire ressortir les tendances suivantes :

- Les fonds actions, et dans une moindre mesure les fonds diversifiés, ont été impactés par les conditions défavorables sur le marché boursier. En effet, ces catégories de fonds ont enregistré des contreperformances respectivement de -7,05% et -1,24% contre des performances de +10,5% et + 5,5% un an auparavant.
- Les performances des fonds monétaires et obligataires à court terme sont ressorties en légère hausse par rapport à 2017 s'inscrivant ainsi dans la même tendance des taux des BDT à court terme.
- Les fonds OMLT, plus sensibles aux variations des taux d'intérêt, affichent un recul de leur performance passant ainsi de 2,84% en 2017 à 2,66% en 2018, impactés par la légère remontée des taux à long terme.

Évolution des performances par catégorie d'OPCVM



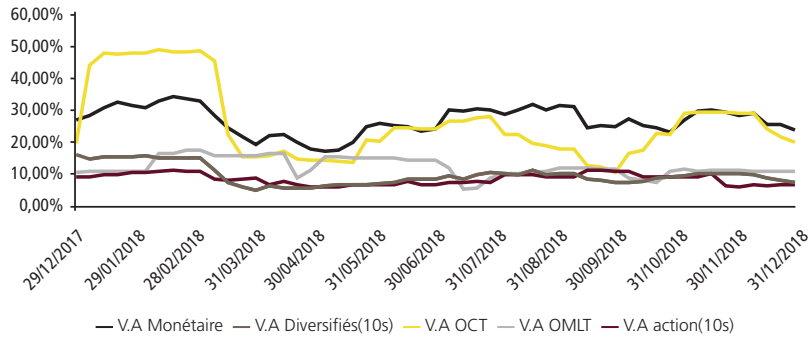
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Stabilité de l'actif net des OPCVM sauf pour les catégories monétaires et OCT en raison d'un horizon d'investissement court

L'analyse de la volatilité à 10 semaines annualisée, par catégories d'OPCVM en 2018 a permis de relever une orientation globale à la hausse en début d'année avec des plus hauts annuels atteints en février pour l'ensemble des catégories. Les catégories ayant des volatilités élevées, en l'occurrence les OPCVM « OCT » et « monétaires », ont affiché des sommets annuels respectifs de 48,36% et 33,65%, avant de suivre un trend baissier pour terminer l'année à des niveaux de volatilité de 20,38% et 28,65% respectivement. Ces niveaux élevés de volatilité s'expliquent par l'horizon d'investissement court des investisseurs dans ces catégories d'OPCVM qui favorise la fluctuation de leurs actifs nets.

Les autres catégories affichent une certaine stabilité. En effet, les volatilités des fonds « actions » et « diversifiés » ont oscillé dans des fourchettes étroites, soit respectivement [5,27% - 10,62%] et [4,13% - 15,04%]. Les fonds « OMLT » de leur côté, ont terminé l'année avec une volatilité de 6,40%, après avoir touché un plus haut de 16,76% le 23 février 2018.

Volatilité à 10 semaines annualisée de l'actif net des OPCVM par catégorie



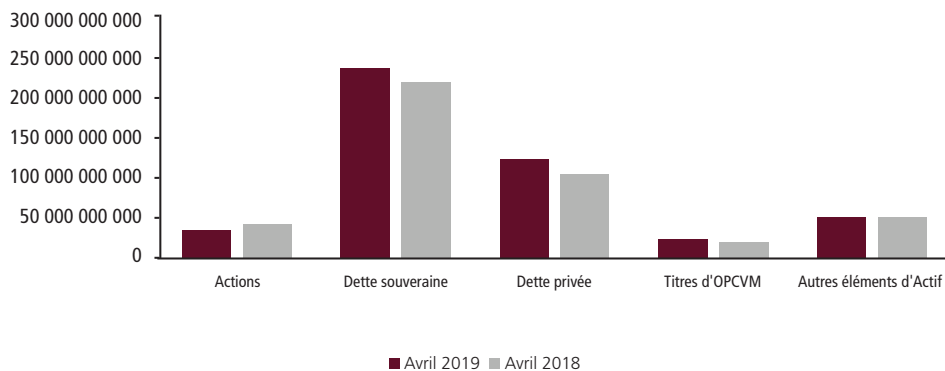
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Renforcement de la part des produits taux dans les portefeuilles des OPCVM, au détriment de la part des actions cotées vu la contreperformance du marché boursier

Les bons du Trésor restent de loin le premier choix d'investissement des OPCVM. En effet, les obligations émises ou garanties par l'Etat (qui sont en majorité constituées des BDT) représentent 49% de l'actif total au 31 décembre 2018. Il est à noter que cette part a sensiblement progressé car elle ne représentait que 34% des encours en 2011.

Dans un contexte de morosité du marché actions, les gérants de portefeuille se sont orientés vers des investissements plus sûrs en augmentant la part des produits de taux qui passe de 71,68% en 2017 à 74,91% en 2018. Ainsi, la poche obligataire dans les portefeuilles est passée de 316 milliards de dirhams en 2017 à 348 milliards de dirhams en 2018.

Répartition de l'actif des OPCVM par catégorie de titre (en MAD)



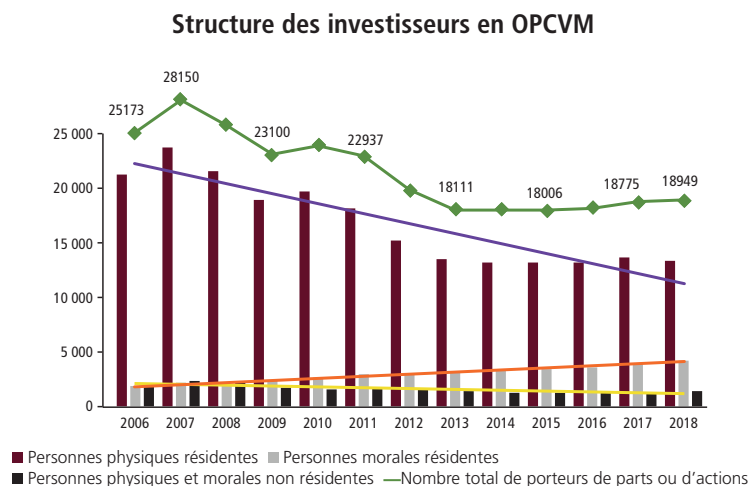
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

La part de la dette privée, susceptible d’apporter un rendement supérieur à celui de la dette souveraine, s’est légèrement appréciée dans un contexte de taux bas. Ainsi, les parts des obligations privées et des TCN sont passées respectivement de 12,23% et 11,13% en 2017 à 13,75% et 11,75% en 2018.

En ce qui concerne les actions cotées, leurs poids dans les portefeuilles des OPCVM a été particulièrement impacté par les contreperformances du marché boursier. Ainsi, leur part passe de 8,90% en 2017 à 7,39% en 2018.

Variations peu significatives du nombre global de souscripteurs en 2018 en particulier des personnes physiques marocaines qui stagnent depuis cinq ans

Après une période de stabilisation de 2014 à 2015, le nombre des investisseurs à travers les OPCVM semble s’inscrire dans le sillage du trend haussier entamé en 2016. En effet, le nombre de porteurs de parts d’OPCVM s’est établi à 18 949 en 2018 contre 18 775 en 2017 et 18 217 en 2016. Cette évolution est due essentiellement à la hausse de 8,2% concernant la catégorie des personnes morales résidentes, conjuguée à la baisse de 2,4% qui a touché la catégorie des personnes physiques résidentes. Le nombre de personnes physiques et morales non résidentes, déjà limité, continue de suivre une trajectoire en dents de scie en affichant une hausse en 2018, contre une baisse en 2017.



Sources : Sociétés de gestion d’OPCVM et Calculs AMMC

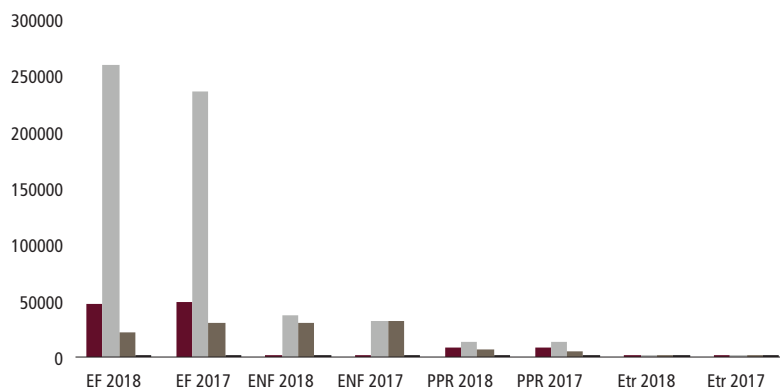
Le poids des investisseurs institutionnels toujours prépondérant parmi les investisseurs en OPCVM

Les entreprises financières exercent une influence dominante sur la dynamique du secteur de la gestion collective. En effet, l'encours global des avoirs détenus par ces dernières s'est établi à 328 milliards de dirhams en 2018, soit plus de 75% de l'actif net total des OPCVM.

Plus précisément, ce sont véritablement les compagnies d'assurances et les caisses de retraite qui détiennent la part la plus importante avec 46,5% de l'actif net global. En effet, cette catégorie recherche des investissements peu risqués avec des stratégies à long terme, ce qui explique leur préférence pour les OPCVM obligataires (79,3% des montants investis), et plus précisément ceux à moyen et long terme (73,6% des montants investis).

Avec 16,9% des encours gérés par les OPCVM, les entreprises non financières constituent également des investisseurs importants. Les montants investis par cette catégorie sont passés de 68,4 milliards de dirhams en 2017 à 73,4 milliards en 2018. Cette catégorie d'investisseur est sensible à l'environnement économique et utilise généralement les OPCVM pour des investissements à court terme dans les fonds monétaires ou obligataires court terme, à des fins d'optimisation de trésorerie.

Répartition de l'actif net des OPCVM par type d'investisseur (en MMAD)



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

De par les compositions de l'actif et du passif des OPCVM, une forte interconnexion existe entre d'une part, les institutions financières et les marchés monétaire, obligataire et boursier et d'autre part, entre les institutions financières elles-mêmes. Ladite interconnexion est en outre amplifiée par les opérations réalisées sur les marchés des repos et des prêts de titres entre les OPCVM et les institutions financières. Cette situation favorise la contagion en cas de crise systémique.

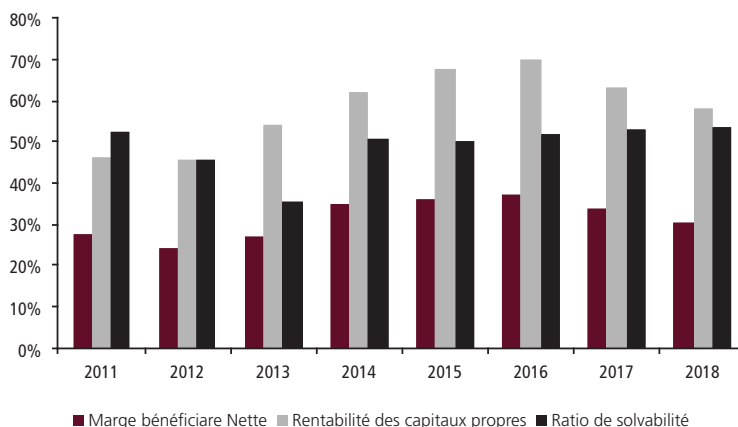
Érosion des marges des sociétés de gestion, qui continuent tout de même d'afficher une bonne rentabilité et une structure financière équilibrée

Le secteur de la gestion d'actifs poursuit toujours une dynamique haussière avec un chiffre d'affaires ressorti en légère hausse de 1,12% en 2018, après une progression de 1,07% en 2017. En dépit de la concentration du secteur avec près d'un quart des sociétés de gestion (quatre sur les dix-sept existantes) qui s'accaparent près de 59% de parts de marché, l'ensemble des sociétés de gestion affichent des résultats nets positifs.

Impacté par l'augmentation des charges, le résultat net consolidé du secteur s'est établi en baisse de 8,60% en 2018, après un recul de 8% en 2017. Dans ce sillage, les ratios de rentabilité continuent leur recul progressif mais demeurent toutefois appréciables avec une marge bénéficiaire qui passe de 37,17% en 2016 à 30,59% en 2018 ainsi qu'un Return On Equity (ROE) ressorti à 57,81% en 2018 contre 63,26% en 2017 et 70,11% en 2016.

Côté structure bilancielle, le secteur a consolidé son assise financière, suite à un recul de l'endettement, avec un ratio « Fonds propres/Total bilan » de 53,73% en 2018 contre 52,76% en 2017.

Indicateurs financiers des sociétés des gestion



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Encadré N°12 : Encadrement des risques auxquels sont soumis les OPCVM

De par les actifs qui les constituent, les OPCVM sont principalement soumis à des risques de marché, de crédit, de contrepartie, de liquidité, d'endettement et de valorisation. Le dispositif réglementaire qui encadre les risques des OPCVM repose sur ce qui suit :

Règles de division des risques

- Un OPCVM ne peut employer plus de dix pour cent (10%) de ses actifs en valeurs mobilières d'un même émetteur, ou 15% pour les titres de capital cotés dont la pondération dans l'indice boursier de référence, dépasse dix pour cent (10%)
- La valeur totale des titres de capital qu'un OPCVM peut détenir auprès des émetteurs dans chacun desquels il investit plus de dix pour cent (10%) ne peut dépasser, en aucun cas, quarante-cinq pour cent (45%) de ses actifs
- Un OPCVM ne peut employer en :
 - titres de créances négociables émis par des personnes morales dont les titres ne sont pas inscrits à la cote de la Bourse des valeurs ;
 - parts d'organismes de placement collectif en capital (OPCC);
 - ou parts de Fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT).

Plus d'un pourcentage déterminé de ses actifs. Ce pourcentage est fixé par arrêté du Ministre chargé des finances, après avis de l'AMMC et il ne peut excéder 20%.

Règle relative à l'emprise :

- Un OPCVM ne peut détenir plus de dix pour cent (10%) d'une même catégorie de valeurs mobilières émise par un même émetteur.

Règles relatives aux opérations de pension

- Un OPCVM peut détenir à son actif, le montant des créances représentatives des opérations de pension qu'il effectue en tant que cessionnaire. Ces créances ne peuvent représenter plus de cent pour cent (100%) de ses actifs.
- L'exposition de l'OPCVM au risque de contrepartie sur un même contractant résultant des opérations de pension susvisées est limitée à vingt pour cent (20%) de ses actifs.

Encadré N°12 : Suite

Règles relatives aux opérations de prêts de titres

- Un OPCVM peut effectuer des opérations de prêt de titres dans une limite de dix pour cent (10%) de ses actifs.
- Cette limite peut être portée à cent pour cent (100%) quand l'emprunteur remet des espèces ou des titres en garantie. Lesdits titres remis en garantie ne doivent pas être émis ou garantis par l'emprunteur ou par une entité appartenant au même groupe que l'emprunteur.
- La valeur de la garantie doit, pendant toute la durée du prêt, être au moins égale à la valeur des titres prêtés.

Règles relatives à l'endettement

- Les emprunts d'espèces auxquels un OPCVM est autorisé à procéder ne peuvent à aucun moment excéder dix pour cent (10%) de la valeur des actifs dudit organisme.
- Lorsqu'un OPCVM effectue :
 - Des opérations de pension en tant que cédant ;
 - Des opérations de prêt de titres en tant qu'emprunteur,

La somme des encours des dettes représentatives des opérations de pension, des encours des dettes représentatives des titres empruntés et des emprunts d'espèces ne doit pas dépasser la limite de dix pour cent (10%) précitée.

Règles relatives au placement à l'étranger

- Tout OPCVM est autorisé à faire des placements à l'étranger dans la limite de dix pour cent (10%) de la valeur de ses actifs.
- Toutes les règles prudentielles auxquelles sont soumis les OPCVM marocains restent applicables à l'investissement à l'étranger.

Règles relatives à la valorisation

- Les OPCVM sont, de par la réglementation, tenus d'appliquer des méthodes de valorisation précises qui permettent de refléter la valeur de marché de leurs placements. En cas de difficulté à valoriser ses placements (Instrument financier non liquide, difficultés financières d'un émetteur, absence de références de marché, ...), un OPCVM peut, après avis favorable du commissaire aux comptes et approbation de l'AMMC, proposer la modification des méthodes de valorisation précitées.

Le marché de la titrisation poursuit sa dynamique haussière, mais reste néanmoins de taille limitée...

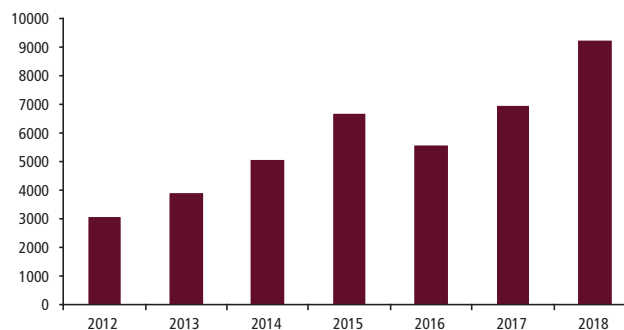
Le volume des émissions des fonds communs de placement en titrisation (FPCT) sur le marché marocain s'élève à 4,34 milliards de dirhams en 2018 contre 3,69 milliards en 2017. Quatre fonds ont été autorisés en 2018 et portent sur la titrisation de crédits et d'actifs immobiliers.

Liste des autorisations de FPCT en 2018

FPCT	Objet de l'opération de titrisation	SDG
FT DOMUS et ses 18 Compartiments	Titrisation d'actifs immobiliers détenus par certaines filiales du Groupe Alliance.	BMCE CAPITAL TITRISATION
FT IMPERIUM SUKUK et son premier compartiment « FT IMPERIUM SUKUK – CI »	Titrisation de droits d'usufruit constitués sur des actifs immobiliers spécifiques détenus par l'Etat marocain.	MAGHREB TITRISATION
FT SALAF INVEST et son compartiment « INVEST AL MOUADDAF »	Titrisation de crédits à la consommation détenus par Wafasalaf.	ATTIJARI TITRISATION
FT CREDIPER	Titrisation de crédits octroyés par Attijariwafa Bank à ses salariés dans le cadre de l'opération d'augmentation de son capital.	ATTIJARI TITRISATION

Source : AMMC

L'actif net des fonds communs de placement en titrisation (FPCT) suit une dynamique haussière depuis plusieurs années. Il a atteint un volume 9,2 milliards de dirhams à la fin de l'année 2018, soit une hausse de 32% et ce, après une hausse de 25% en 2017.

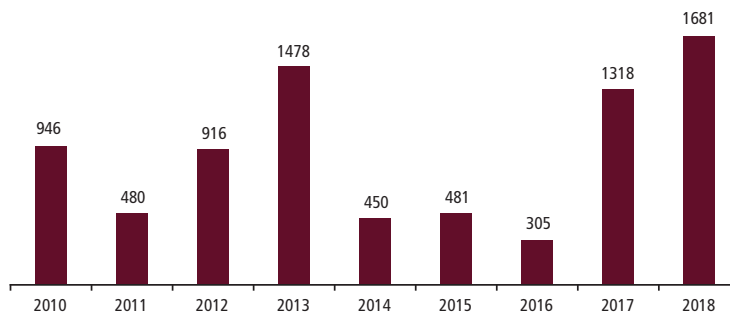
Évolution de l'encours des FPCT (en MMAD)

Source : Maroclear

...de même que pour le capital investissement, qui reste financé en grande partie par des fonds transrégionaux

Le marché marocain du capital investissement (private equity), connaît une évolution favorable sur les deux dernières années, comme en témoigne la dynamique haussière des fonds levés et des investissements réalisés.

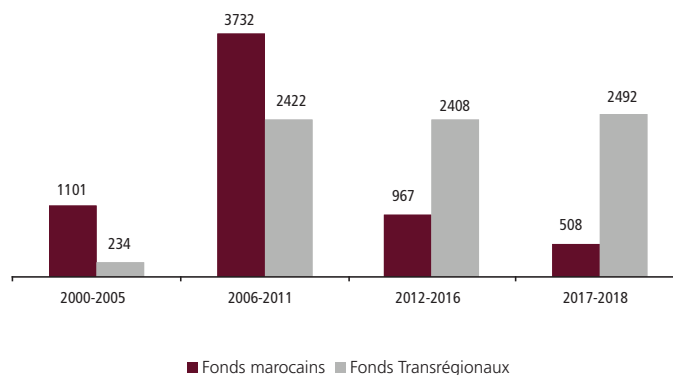
Évolution des montants levés (en MMAD)



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En effet, les montants levés par les investisseurs en capital se sont établis à près de 1,7 milliard de dirhams, soit un pic historique sur les neuf dernières années, contre 1,3 milliard en 2017 et seulement 305 millions en 2016. Les fonds transrégionaux s'accaparent 77% des levées depuis 2012.

Répartition des montants levés selon le type de fonds (en MMAD)



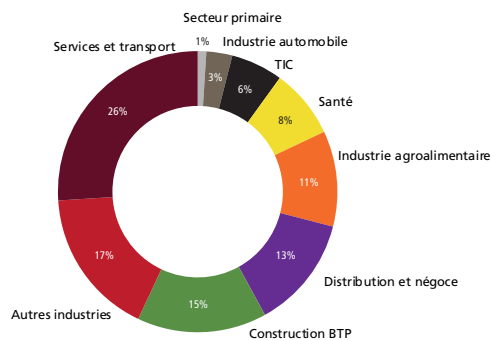
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Le cumul des montants levés à fin 2018 s'élève à plus de 19 milliards de dirhams dont près de 14 milliards de dirhams pour le capital investissement et 5,5 milliards de dirhams pour les fonds d'infrastructure.

Seuls cinq fonds d'investissement, avec un actif net total de 708,31 millions de dirhams, ont opté à fin 2018 pour la forme d'OPCC (Organisme de placement commun en capital) et sont tenu de ce fait de respecter des limites fixées par la réglementation y afférente sous la supervision de l'AMMC.

Le capital investissement regroupe différents types d'investissement, suivant son secteur d'activité ou bien le stade de développement de l'entreprise cible. En termes de secteurs cibles, l'année 2018 s'est caractérisée par une prédominance du secteur industriel qui représente 31% des entreprises investies. Les entreprises de services et de transport viennent en deuxième position avec une part de marché de 26%. Le secteur des technologies et le secteur primaire sont faiblement investis avec des parts respectives de 6% et 1% des entreprises investies.

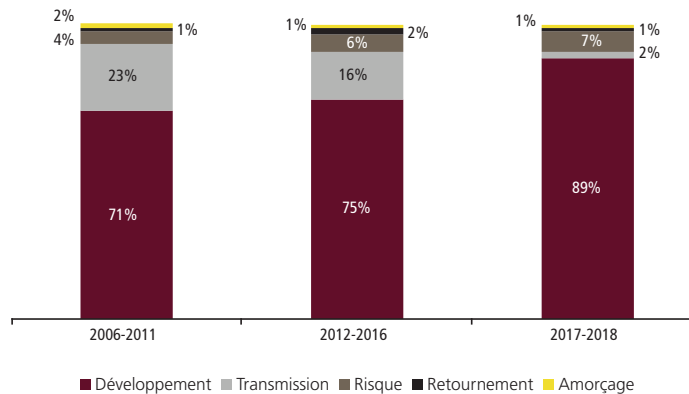
Secteur d'activité des entreprises investies



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En termes de stade de développement des entreprises cibles, les investisseurs en capital préfèrent s'orienter vers les segments les moins risqués. En effet, ils investissent majoritairement dans le capital développement, en prenant des participations dans des entreprises bien établies dans leurs marchés, profitables et présentant des perspectives de croissance importantes. Notons par ailleurs, que la part de marché du capital développement a nettement progressé, passant de 71% entre 2006 et 2011, à 89% entre 2017 et 2018.

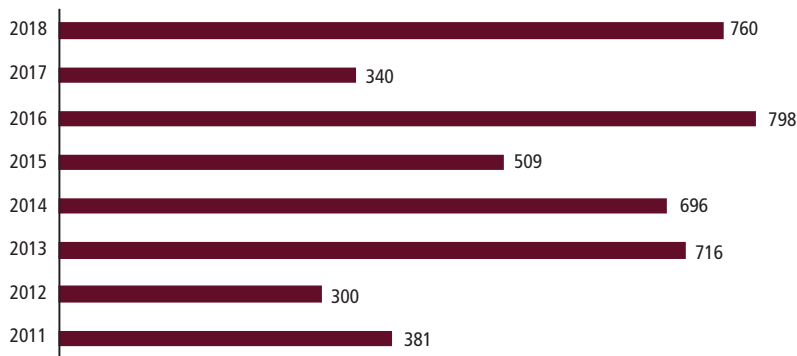
Stade de développement des entreprises investies



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Sur le plan des montants investis, l'année 2018 a connu une hausse remarquable. En effet, après avoir enregistré une baisse de 57% en 2017, les investissements se sont nettement redressés en 2018 en atteignant 760 millions de dirhams, soit une augmentation de 123,5%.

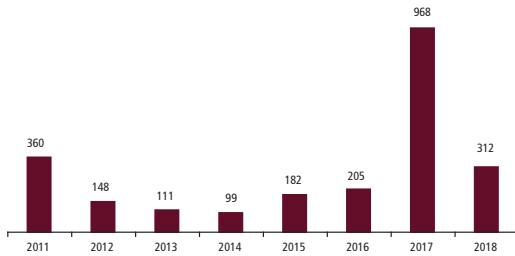
Évolution des montants investis (en MMAD)



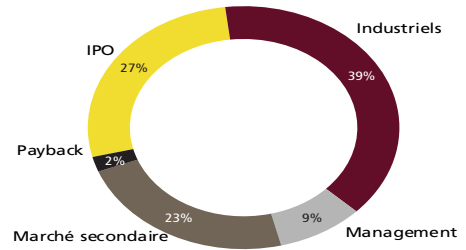
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Côté désinvestissement, après une année exceptionnelle en 2017 avec un montant de 968 millions de dirhams, l'année 2018 a connu un recul à 312 millions de dirhams. Les sorties auprès des industriels représentent 39% des montants désinvestis. A fin 2018, les fonds ont investi un cumul de 7,4 milliards de dirhams dans 200 entreprises et ont réalisé 114 opérations de désinvestissement pour un montant global de 4 milliards de dirhams, soit un encours de 3,4 milliards de dirhams. Ce niveau d'encours ne revêt pas un caractère systémique.

Évolution des désinvestissements (En millions de dirhams)



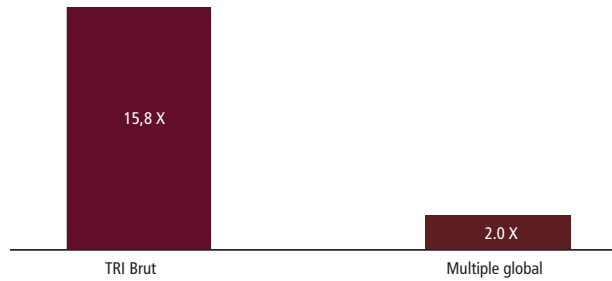
Modes de sorties en valeur



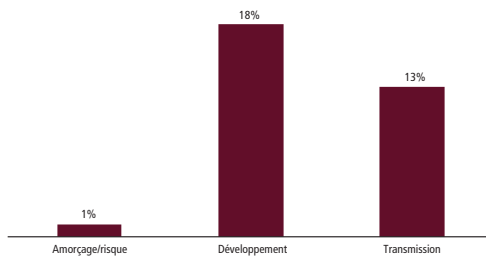
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Sur le plan de la rentabilité, le secteur du capital investissement affiche à fin 2018 un TRI⁵⁹ moyen de 15,8% ainsi qu'un multiple global⁶⁰ de 2 fois, pour une durée moyenne d'investissement de 6,1 années.

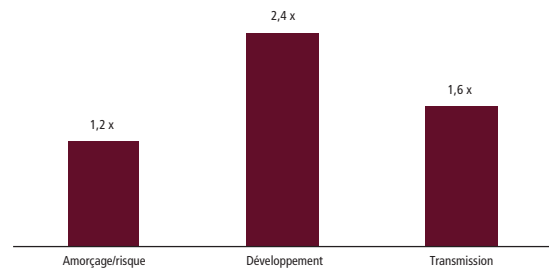
TRI Brut et Multiple Global Période 2000-2018



TRI par stade de développement



Multiple par stade de développement



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

59 Taux de rentabilité interne

60 Produit de cession / Montant investi

D. MARCHÉ DES PRÊTS DE TITRES

Encadré n°13 : Présentation de l'activité de prêts de titres

L'activité de prêt de titres est régie par la loi n°45-12 qui définit le prêt de titres comme un contrat qui permet à une personne (prêteur) de remettre des titres en pleine propriété à une autre personne (emprunteur) qui s'engage irrévocablement à les lui restituer et à lui verser une rémunération convenue entre les deux parties.

Un titre prêté ne peut faire l'objet d'un nouveau prêt par l'emprunteur pendant la durée du prêt.

Qui emprunte ?

Les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés, et ayant fait certifier les états de synthèse du dernier exercice précédant l'opération de prêt ;

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ;

Les organismes de placement en capital-risque.

Les titres prêtables ?

Les valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs ;

Les titres de créances négociables ;

Les valeurs émises par le Trésor.

La convention cadre

Les opérations de prêt de titres font l'objet d'une convention cadre établie par écrit entre les parties, et qui doit être conforme au modèle type tel que prévu par l'arrêté du ministre de l'économie et des finances n°3367-13.

Encadré n°13 : Suite

Les intermédiaires et leur rôle ?

Les opérations de prêt de titres ne peuvent être effectuées que par l'intermédiaire d'une banque ou de tout autre organisme habilité à cet effet par l'administration, après avis de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux. Les intermédiaires doivent s'assurer de la régularité et de la conformité des opérations de prêt de titres, effectuées par leur intermédiaire, aux dispositions de la loi relative au prêt de titres ainsi qu'à celles de la convention cadre.

Les règles prudentielles ?

1) Les OPCVM

- Un OPCVM peut effectuer des opérations de prêt de titres dans une limite de dix pour cent (10%) de ses actifs. Cette limite peut être portée à cent pour cent (100%) quand l'emprunteur remet des espèces ou des titres en garantie.
- Un OPCVM peut également effectuer des opérations d'emprunt de titres : la somme des encours des dettes représentatives des opérations de pension, des encours des dettes représentatives des titres empruntés et des emprunts d'espèces ne devant pas dépasser dix pour cent (10%) de ses actifs.

2) Les sociétés de bourse

- Une société de bourse peut effectuer des opérations de prêt de titres dans une limite de 25% des titres détenus en compte propre. Cette limite peut être portée à 100% quand l'emprunteur remet des espèces ou des titres en garantie.
- Une société de bourse peut également effectuer des opérations d'emprunt de titres : la somme des encours des dettes représentatives des titres empruntés ne doit pas dépasser la limite de 10% de ses fonds propres nets.

Encadré n°13 : Suite

Les risques ?

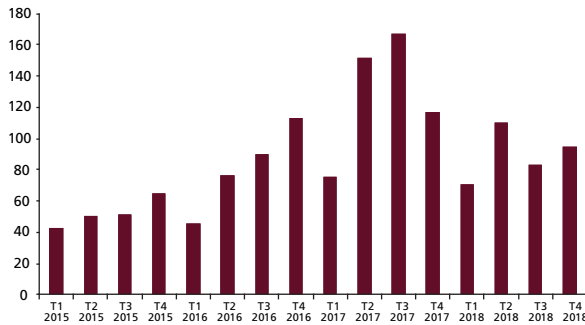
Le prêt de titres comporte des risques pour les différentes contreparties notamment :

- **Risque réglementaire** : risque lié au non-respect des dispositions légales et réglementaires qui régissent l'activité du prêt de titres.
- **Risque de contrepartie** : risque lié à la défaillance de l'une des parties pour restituer soit les titres soit la garantie (dans le cas d'un prêt avec garantie).
- **Risque de liquidité** : risque lié à l'impossibilité de trouver le titre sur le marché pour le restituer.
- **Risque opérationnel** : risque lié à la perte subie en cas d'une défaillance au niveau des moyens organisationnels, techniques... comme le traitement d'une opération sur titres (OST), le calcul d'un appel de marge.
- **Risque marché** : risque lié notamment au risque de perte lors du placement de la garantie en espèces dans des instruments financiers.

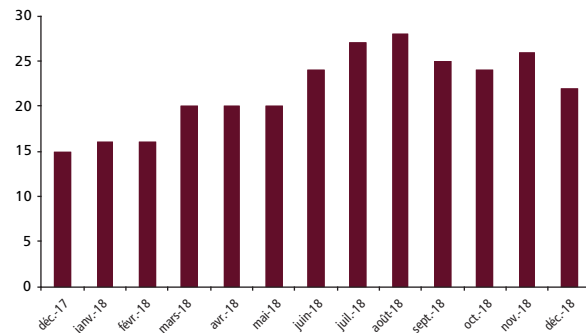
Augmentation de 46% de l'encours des opérations de prêt de titres en dépit d'une baisse de 29% du volume des titres prêtés

L'année 2018 a connu un recul notable de l'activité de prêt de titres, avec un volume des opérations qui s'est établi à 361 milliards de dirhams contre 510 milliards de dirhams un an auparavant, soit une baisse de 29%.

Néanmoins, l'encours à la fin de l'année 2018 a atteint 22 milliards de dirhams contre 15 milliards de dirhams une année auparavant et ce, après avoir enregistré un pic à 28 milliards de dirhams à fin août 2018.

Évolution du volume des opérations de prêt
(en Md MAD)

Évolution de l'encours de prêt de titres (en Md MAD)



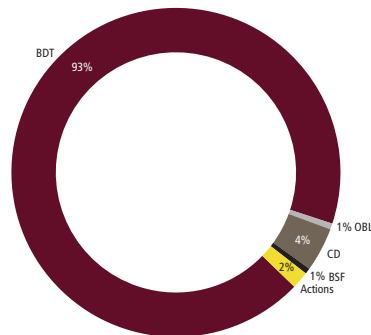
Sources : Banques et Calculs AMMC

L'activité de prêt de titres en 2018 porte quasi-exclusivement sur les BDT...

Les opérations de prêt de titres portent principalement sur les Bons du Trésor qui représentent près de 93% des titres prêtés et ce, en raison de l'utilisation importante des BDT empruntés par les banques comme garantie des refinancements auprès de la banque centrale au titre des avances à sept jours. Les certificats de dépôts, obligations et bons des sociétés de financement ont également fait l'objet de prêt avec des parts respectives de 4%, 1% et 1%. Le prêt de titres sur actions représente, quant à lui, 2% du volume total.

Nous constatons par ailleurs, que la baisse du volume de prêt de titres a été plus prononcée s'agissant des titres de dette privée dont la part s'est rétrécie de près des deux tiers en passant de 17% en 2017 à 6% en 2018.

Ventilation des opérations de prêt par catégorie de titres

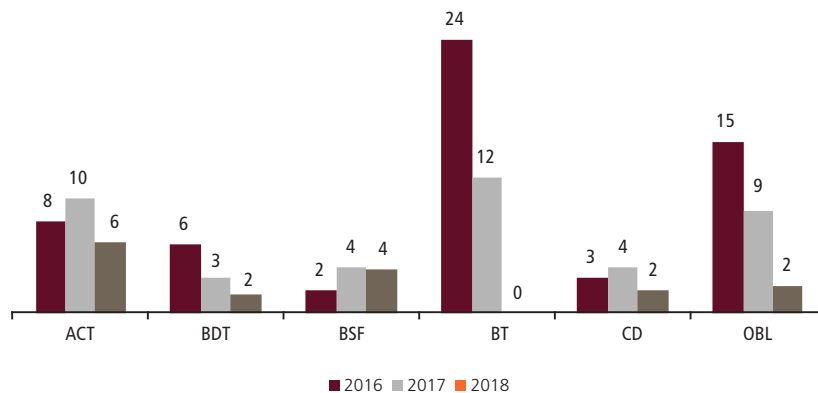


Sources : Banques et Calculs AMMC

...avec une durée moyenne qui poursuit sa tendance baissière

La durée moyenne du prêt de titres a baissé quasiment pour toutes les catégories de titres. En effet, les durées moyennes de prêt des actions, BDT et CD passent respectivement de 10,3 et 4 semaines en 2017 à 6,2 et 2 semaines en 2018.

Évolution de la durée moyenne de prêt par catégorie de titres (en semaines)



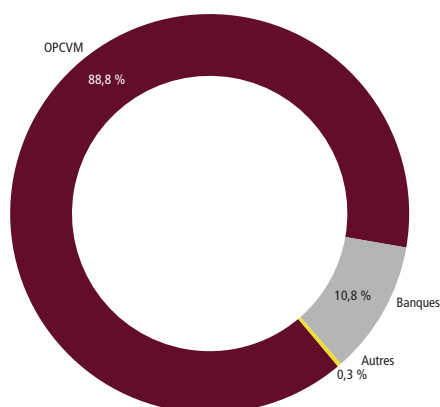
Sources : Banques et Calculs AMMC

Les obligations de leur côté, affichent une baisse plus prononcée avec une durée moyenne de prêt qui passe de 9 semaines en 2017 à 2 semaines en 2018. Concernant les BSF, leur durée moyenne de prêt s'est stabilisée autour de 4 semaines.

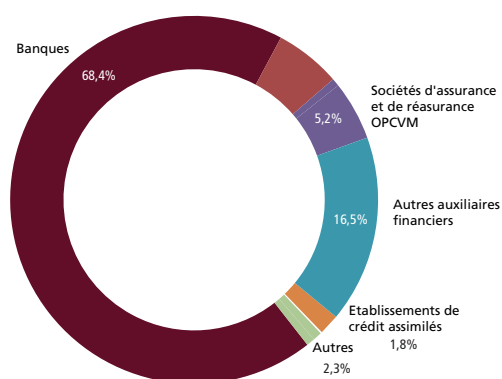
Les OPCVM et les banques demeurent les principaux intervenants sur le marché

Les OPCVM consolident leurs positions de principaux prêteurs de titres, en affichant une part de marché de 89% en 2018, contre 81% un an auparavant. De l'autre côté, les banques restent les principaux emprunteurs en 2018 avec une part de 68% contre 71% en 2017.

Ventilation des prêteurs⁶¹, par catégories d'agents économiques



Ventilation des emprunteurs⁶², par catégorie d'agents économiques



Sources : Banques et Calculs AMMC

Prédominance des prêts sans collatéral en attendant l'entrée en vigueur de l'amendement législatif...

La majorité des opérations de prêt de titres est réalisée sans collatéral, généralement entre banques et OPCVM gérés par les sociétés de gestion appartenant au même groupe. Il convient en revanche de préciser que la proportion des prêts sans garantie a reculé en 2018, en s'établissant à 85% contre 91% en 2017.

À ce titre, des projets d'amendement de la loi 45-12 sur le prêt-emprunt des titres et de l'arrêté 2541-13 relatif aux OPCVM, prévoient notamment l'obligation de constitution de garanties pour ce type d'opération afin prévenir contre le risque de contrepartie et protéger les porteurs de parts d'OPCVM.

61 Autres : Autres auxiliaires financiers, sociétés non financières, établissements de crédit assimilés.

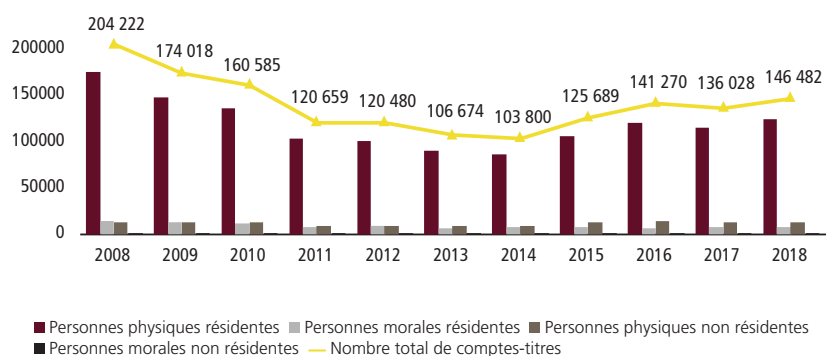
62 Autres : les agents et courtiers d'assurance, les compagnies financières, les sociétés de gestion, les sociétés non financières.

E. INVESTISSEURS

Progression du nombre d'investisseurs personnes physiques résidentes grâce aux opérations d'augmentation de capital et d'introduction en bourse

Après une légère baisse en 2017, le nombre de comptes titres a renoué avec une tendance haussière pour s'établir à 146 482 comptes titres à fin décembre 2018 contre 136 028 une année auparavant. Cette amélioration est due principalement à l'accroissement notable de la catégorie des personnes physiques résidentes, qui est passée de 114 723 comptes titres à fin 2017 à 124 552 à fin 2018, soit +8,56% et ce, grâce essentiellement aux 8 014 souscriptions à une opération d'augmentation de capital d'une banque ainsi qu'aux 3 766 souscriptions aux introductions en bourse opérées en avril et novembre 2018.

Évolution des comptes titres par catégories d'investisseurs



Source: Banques et calculs AMMC

Dans une moindre mesure, le nombre de comptes titres détenus par les personnes morales résidentes a également connu une augmentation de 6,15% en passant de 7 669 comptes titres en 2017 à 8 141 en 2018.

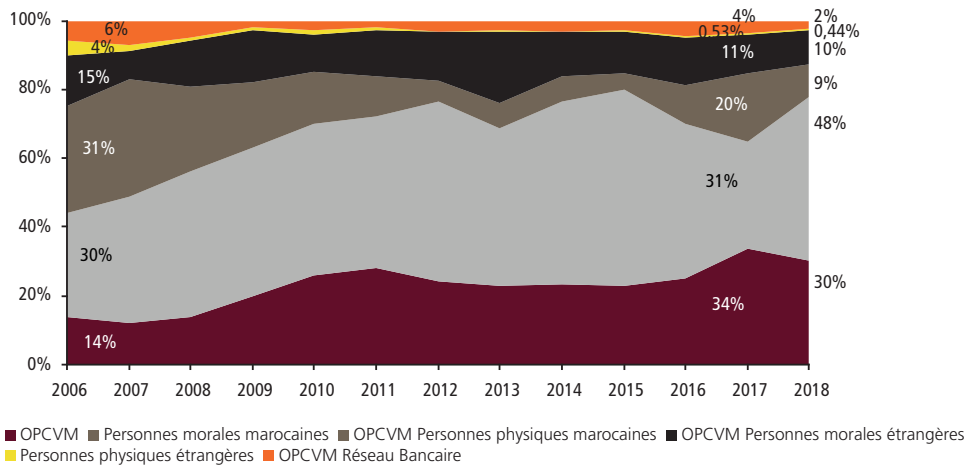
Les personnes morales marocaines ont réalisé près de la moitié des transactions boursières en 2018

Constituées principalement d'investisseurs institutionnels, le poids des personnes morales marocaines en termes de volume de transactions s'est élevé à 48% en 2018, en nette hausse par rapport à 2017 où le poids était de 31%. Parallèlement à cela, les parts de toutes les autres catégories se sont inscrites à la baisse dans un contexte de marché baissier.

En effet, les baisses les plus importantes reviennent aux personnes physiques marocaines dont la part est passée de 20% en 2017 à 9% en 2018 et aux OPCVM dont la part a sensiblement diminué en passant de 34% en 2017 à 30% 2018.

On relève également des baisses au niveau des parts des personnes physiques étrangères qui ont atteint 0,44% en 2018 contre 0,52% une année auparavant, ainsi que celle des clients du réseau bancaire qui affichent 2% en 2018 contre 4% en 2017. Quant aux personnes morales étrangères, leur part dans les transactions boursières s’est établie à 10% en 2018 contre 11% en 2017.

Transactions boursières sur le marché central par catégorie d’investisseurs

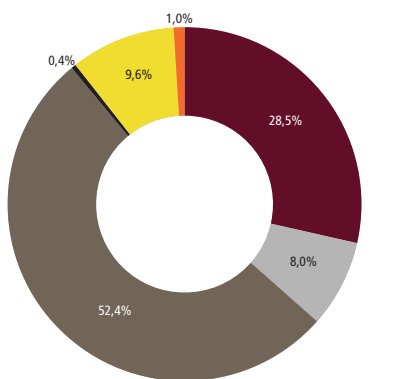


Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

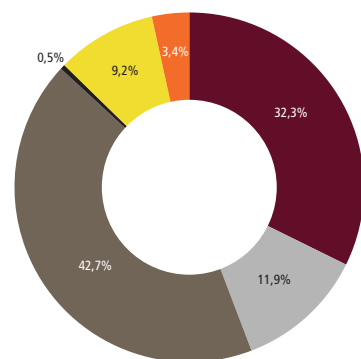
Les personnes morales marocaines quasiment seules positionnées à l’achat dans un contexte de marché globalement baissier en 2018....

En 2018, les personnes morales marocaines étaient la seule catégorie d’investisseurs en bourse orientée à l’achat avec une position acheteuse nette de 3,63 milliards de dirhams.

Répartition des achats par profil d’investisseurs



Répartition des ventes par profil d’investisseurs

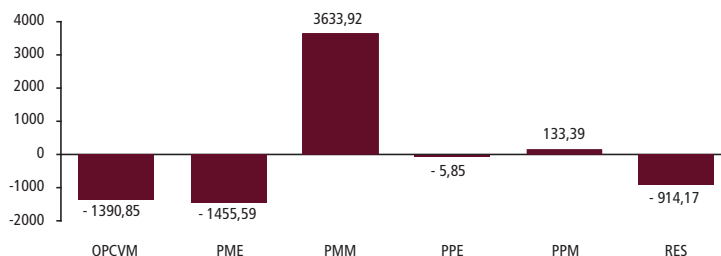


■ OPCVM ■ PME ■ PMM ■ PPE ■ PPM ■ Réseau Bancaire

■ OPCVM ■ PME ■ PMM ■ PPE ■ PPM ■ Réseau Bancaire

Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

Positions nettes, acheteuses ou vendeuses, par profil d'investisseurs (en MMAD)



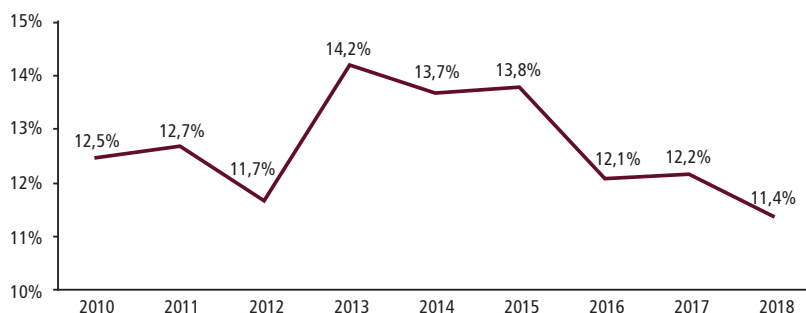
Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

Face aux personnes morales marocaines, on trouve les personnes morales étrangères avec une position vendeuse nette de 1,46 milliard de dirhams. Elles sont suivies par les OPCVM qui ont légèrement réduit leur exposition dans le marché boursier avec une position vendeuse nette de 1,39 milliard de dirhams. Les personnes physiques marocaines qui constituent l'essentiel de la clientèle du réseau bancaire ont affiché une position globalement vendeuse de 780 millions de dirhams.

Tendance globalement baissière de la part du flottant en bourse détenu par les non-résidents

L'analyse de la détention du flottant en bourse fait ressortir que la part des investisseurs étrangers emprunte globalement une trajectoire baissière depuis l'année 2014. En effet, la part des investisseurs étrangers dans le flottant en bourse est passée de 14,2% à fin 2013 à 11,4% à fin 2018, soit la plus faible valeur enregistrée au cours des huit dernières années.

Part du flottant en bourse détenu par les non-résidents



Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

Cette tendance baissière coïncide avec l'entrée en vigueur en novembre 2013 de la requalification des valeurs cotées à la bourse de Casablanca par l'Index MSCI (Morgan Stanley Country Index) de la catégorie « pays émergents » à celle de « pays frontière ». Ce déclassement avait été motivé par la faiblesse de la liquidité.

Ceci étant, la part des investisseurs étrangers reste non négligeable en termes de risque pour la stabilité du marché boursier dont l'analyse tient compte de l'impact potentiel d'un éventuel retrait massif des capitaux étrangers.

IV.2 INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Le bon fonctionnement et la sécurité des infrastructures des marchés financiers sont essentiels à l'économie dans son ensemble car ils sont nécessaires à la mise en œuvre efficace de la politique monétaire, et contribuent à la stabilité financière et à la confiance des agents économiques dans la monnaie.

Durant l'exercice 2018, Bank Al-Maghrib a poursuivi ses efforts pour le renforcement de la résilience des Infrastructures des Marchés Financiers (IMF). Elle a ainsi invité les différents acteurs concernés à évaluer leur taux de conformité à la DNSSI et aux guidances de la cyber-résilience de la BRI.

Concernant la surveillance des activités des IMFs, une mission d'évaluation sur place a été conduite en 2018, auprès du SRBM, avec pour objectif d'apprécier les règles de bonne gouvernance, de transparence, de sécurité, de maîtrise des risques, de fiabilité opérationnelle et de continuité de l'activité au regard notamment des nouveaux principes pour les Infrastructures de Marchés Financiers tels qu'édictés par la BRI en avril 2012.

Par ailleurs, Bank Al-Maghrib dans le cadre de l'amélioration de ses méthodes de suivi des risques inhérents aux IMFs, a achevé le déploiement d'un outil d'aide à la notation de ces infrastructures, RIBAT. Cet outil désormais opérationnel a permis l'évaluation du pilier « résilience des IMF » dans le cadre des travaux relatifs à la stabilité financière. Il ressort de cette évaluation en 2018 que les IMFs sont globalement résilientes avec un niveau de risque faible sur la stabilité financière. Cet outil a servi également à l'élaboration du programme annuel des missions de contrôles sur place pour l'exercice 2018.

S'agissant du renforcement de la résilience des IMFs, le projet de PCA de place, s'étalant sur une durée de trois ans (2016-2018), a été clôturé avec succès. Ce projet avait pour objectif de mettre en œuvre un « exercice de continuité d'activité - place » destiné à vérifier l'opérabilité simultanée des PCAs individuels des IMFs en connexion avec le système SRBM. Au cours de l'année 2018, toutes les IMFs prévues dans le périmètre du chantier PCA de place, ont réussi au moins un exercice PCA de place, lequel consiste à la fois à la réalisation de bascules réelles de l'activité depuis leur Datacenter principal vers celui de secours en moins de 2 heures, ainsi que les exercices de repli des utilisateurs.

Par ailleurs, dans le cadre de la convergence du dispositif législatif régissant la surveillance des infrastructures de marchés financiers et des moyens de paiement vers les meilleures pratiques internationales et du renforcement du rôle Bank Al-Maghrib en matière de surveillance des infrastructures de marchés financiers et des moyens de paiement, les travaux relatifs à la mise en place d'une loi relative aux infrastructures de marchés financiers et moyens de paiement est en cours de finalisation.

S'agissant des crypto-actifs, un groupe de travail inter-autorités, regroupant Bank Al-Maghrib, l'AMMC, la DTFE, l'office des changes et l'ADD, a été mis en place en mai 2018 pour étudier la question de l'encadrement des crypto-actifs. Ce groupe de travail est chargé notamment (i) d'étudier les implications du développement des crypto-actifs/blockchain sur les missions des régulateurs, (ii) de dresser un panorama des cas d'usage des crypto-actifs, (iii) de suivre les orientations et recommandations préconisées par les instances internationales et (iv) de faire des propositions d'une stratégie ou feuille de route pour Bank Al-Maghrib.

A. Système des Règlements Bruts du Maroc (SRBM)

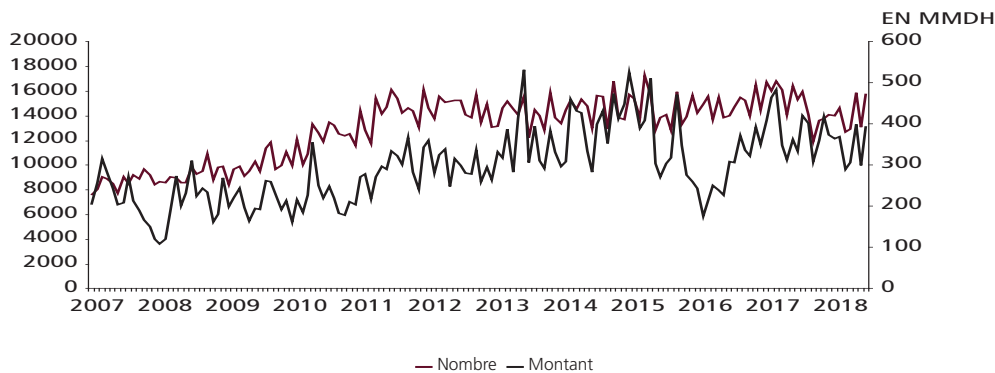
L'année 2018 a connu l'adhésion au SRBM de 2 banques participatives, portant ainsi le nombre des participants directs à 26, alors que le nombre des sous-participants s'est maintenu à 41. L'activité du SRBM a enregistré en 2018, une légère baisse des ordres de paiement des participants directs, passant de 187 781 opérations réalisées en 2017 pour un montant de 4 539 milliards de dirhams, à 166 658 opérations réalisées en 2018 pour un montant de 4 290 milliards de dirhams.

En effet, le nombre des virements interbancaires, qui représentent 37% des échanges dans le système, a enregistré une baisse de 35% au terme de l'année 2018, passant de 95 860 ordres de paiement en 2017 à 62 255 en 2018. Cette variation résulte principalement du repli des opérations de change réalisées avec Bank Al-Maghrib depuis l'entrée en vigueur du nouveau régime de change. La valeur globale des virements interbancaires s'est établi à 2 891 milliards de dirhams en 2018 contre 3 128 milliards de dirhams en 2017, enregistrant une baisse de 7%.

Par ailleurs, le nombre des virements pour compte de la clientèle a poursuivi sa progression par rapport aux années précédentes, passant de 91 921 ordres de paiement en 2017 à 104 403 en 2018, enregistrant ainsi une hausse significative de 13%. La valeur globale de ces ordres s'est établie à 1 399 milliards de dirhams en 2018 contre 1 411 milliards de dirhams en 2017.

Il y a lieu de signaler que, depuis le démarrage du système, la part des virements pour compte clientèle a dépassé, pour la 1^{ère} fois, celle des virements interbancaires, représentant ainsi 63% du volume global des ordres de paiement réglés dans le SRBM en 2018.

Évolution des ordres de virement réglés dans le SRBM en 2018



Source : BAM

Très faible taux de rejet des opérations traitées par le SRBM

Le taux de rejet des opérations au niveau du SRBM pour indisponibilité ou insuffisance de provision sur les comptes centraux de règlement des participants donneurs d'ordres demeure très faible, enregistrant une moyenne mensuelle de 0,01% en nombre et de 0,02% en volume.

Un haut niveau de disponibilité de la plateforme du SRBM

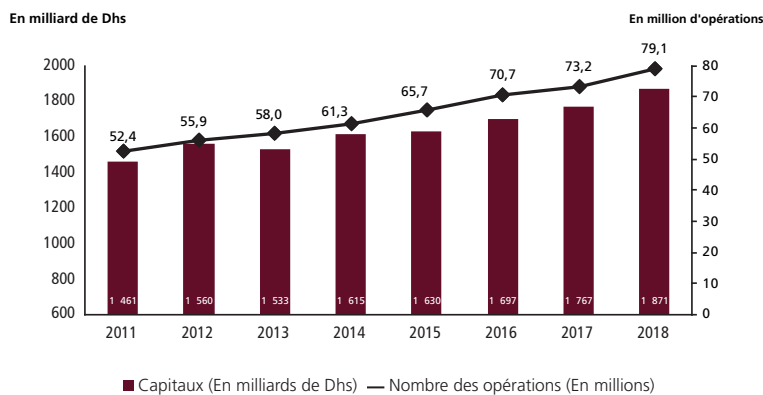
Durant l'année 2018, très peu d'incidents techniques ayant impacté le déroulement de la journée d'échange SRBM ont été recensés, ce qui a établi le taux moyen de disponibilité annuelle à 99,9%.

Concernant les opérations de basculement de la plateforme technique du SRBM du site principal vers le site de secours, elles se sont déroulées avec succès dans le respect du planning initialement arrêté.

B. Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation (SIMT)

Au titre de l'année 2018, les échanges interbancaires des moyens de paiement scripturaux transitant via le SIMT ont atteint 79,06 millions d'opérations pour un montant compensé de 1 870,88 milliards de dirhams, contre respectivement 73,2 millions et 1 766,8 milliards de dirhams en 2017, soit une progression de 7,98% et 5,89% d'un exercice à l'autre.

Évolution annuelle des échanges interbancaires des moyens de paiement 2011-2018



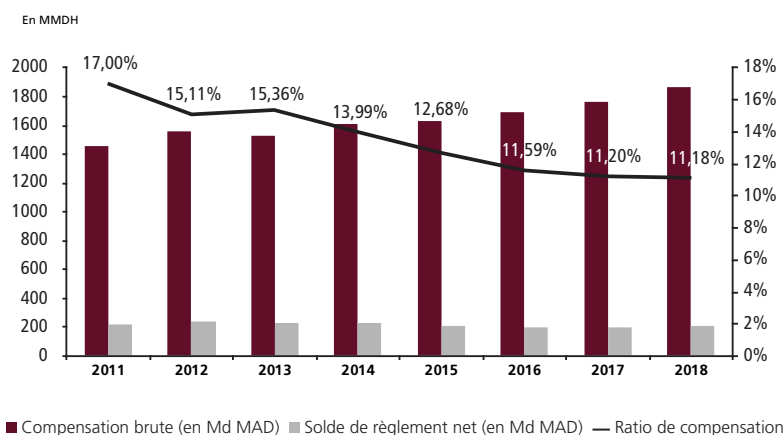
Source : Rapport d'activité annuelle du GSIMT 2018

Un niveau de compensation élevé du système

Sur l'année 2018, le ratio de compensation⁶³ s'est établi à un niveau faible de 11,18% quasi constant par rapport à 2017. Ce niveau traduit un effet de compensation élevé du système et la réduction des besoins de liquidité pour le règlement des engagements des participants de près de 88%. Le ratio de compensation enregistre, depuis 2014, une tendance baissière, reflétant ainsi une réduction substantielle des fonds destinés au dénouement des soldes de règlement.

⁶³ Le ratio de compensation permet d'évaluer l'efficacité et la performance du système en termes de compensation des montants bruts échangés à son niveau. Il est établi en rapportant la valeur des règlements nets sur la valeur des transactions brutes. Un faible ratio de compensation signale que le système exerce un effet de compensation substantiel

Évolution annuelle du ratio de compensation 2011-2018



Source : Rapport d'activité annuelle du GSIMT 2018

Non-mobilisation du Fonds de Garantie Permanent

Le Fonds de Garantie Permanent (FGP) mis en place par le GSIMT pour maîtriser les risques financiers dans le système vise la couverture de 85% des soldes des journées d'échange. Ainsi, le montant du FGP s'élevant à 388,2 millions de dirhams aurait permis de couvrir 81,2% des soldes des journées de compensation de l'année 2018. A cet égard, le GSIMT a entrepris fin 2018 de redimensionner le FGP pour inclure la couverture des banques et fenêtres participatives et pour prendre en compte la défaillance de deux participants susceptibles d'engendrer la plus forte exposition au risque de crédit agrégé dans le système.

Au titre de l'année 2018, aucune mobilisation du FGP n'a eu lieu, malgré les positions débitrices importantes qui ont été enregistrées au cours de cet exercice.

Taux de concentration important des cinq plus grands participants

En 2018, les cinq plus grandes banques concentrent, en moyenne mensuelle, 63,4% des échanges en valeur ne dépassant pas ainsi le seuil critique de 80%. Le tiers restant étant partagé entre les quatorze autres établissements bancaires.

Continuité d'activité et sécurité de l'information

En 2018, les indicateurs de performance du GSIMT se sont établis à des niveaux satisfaisants. Le taux de disponibilité du SIMT, a enregistré, en 2018, un haut niveau avoisinant les 100%.

Aucun incident majeur n'a eu lieu au cours de l'année et tous les incidents mineurs ont été résolus dans les délais impartis.

C. Système de Règlement-Livraison des titres (Maroclear)

En tant que dépositaire central unique des titres au Maroc, MAROCLEAR se situe au cœur de la chaîne des titres en tant qu'infrastructure post-marché, notamment en assurant des fonctions centrales telles la conservation des titres inscrits en compte et la gestion du système de règlement/livraison qui permet de dénouer toutes les transactions réalisées sur les valeurs admises aux opérations du dépositaire central.

Des volumes d'avoirs⁶⁴ conservés et des flux importants conduisant à une exposition importante du système financier marocain

La capitalisation des valeurs conservées par MAROCLEAR s'est appréciée globalement de plus de 35 milliards de dirhams, s'établissant ainsi à 1767 milliards de dirhams à fin 2018, contre 1731 milliards de dirhams à fin 2017.

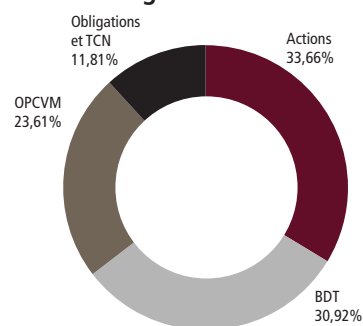
Cette progression est essentiellement imputable à une évolution positive de la capitalisation des BDT, des OPCVM et dans une moindre mesure, à la progression des encours des Obligations. Sur la même période, la capitalisation boursière a diminué de 38 milliards de dirhams.

Évolution du volume des avoirs conservés



Source : Maroclear

Répartition du volume des avoirs conservés par catégorie de titres



64 Les avoirs conservés ainsi que les flux traités par Maroclear constituent un élément important dans l'appréciation du risque systémique.

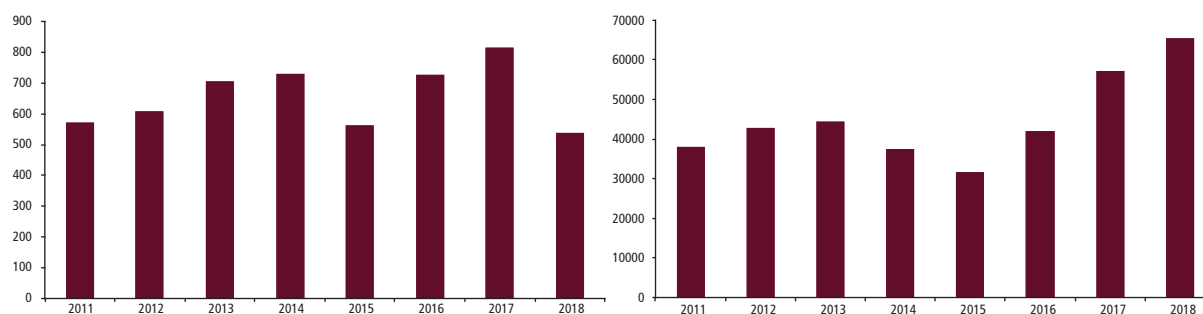
En comparaison avec l'exercice précédent, les flux comptabilisés durant l'année 2018 ont enregistré une hausse des volumes dénoués (+13,7%) et une baisse significative (-27,7%) de la moyenne quotidienne du nombre d'opérations traitées passant de 4424 à 3198 opérations.

Ces évolutions opposées s'expliquent par les tendances différentes observées d'une part sur la filière Repo's, où les volumes continuent à progresser et d'autre part, sur la filière Bourse, où le nombre de mouvement poursuit sa baisse.

Moyenne quotidienne des flux dénoués par Maroclear (en MMAD)

Filière bourse

Filière Gré à gré



Source : Maroclear

Les risques opérationnels du Dépositaire central restent globalement maîtrisés

Le nombre d'incidents déclarés par le dépositaire central ressort en constante baisse, depuis le déploiement de la plateforme TCSBancs en 2010. En effet, le nombre total des incidents enregistrés en 2018 s'élève à seulement 4 incidents contre 18 en 2017 et 45 en 2016. Par ailleurs, tous les incidents relevés varient entre une criticité faible et modérée.

Ventilation des incidents par processus

Criticité	Nature de l'incident	2017	2018
Faible	Gestion des opérations	10	1
	Plateforme de dénouement	3	-
	Télécom	-	1
Modérée	Gestion des opérations	4	1
	Plateforme de dénouement	1	1

Source : Maroclear

Par ailleurs, dans le cadre des tests de son Plan de Continuité d'Activité (PCA), Maroclear a réalisé avec succès en 2018 un test de bascule réelle vers son site de secours. Des tests de bascules réelles entre le site principal et le site de back up ainsi que des tests de bascule conjoints avec le SRBM sont planifiés courant 2019.

Projets en cours pour renforcer la résilience de Maroclear

En ce qui concerne le volet infrastructures techniques, Maroclear a mis place en 2018, une plateforme de virtualisation hyper-convergée pour la consolidation des serveurs de type « X86 ». C'est un type d'architecture matérielle qui intègre en une seule infrastructure, les composants de traitement, le stockage des données, les interconnexions réseaux et la solution de virtualisation de l'ensemble de ces composants. L'objectif de cette intégration est de réduire la complexité des installations au niveau du Datacenter tout en augmentant leur extensibilité et la simplification de leur exploitation.

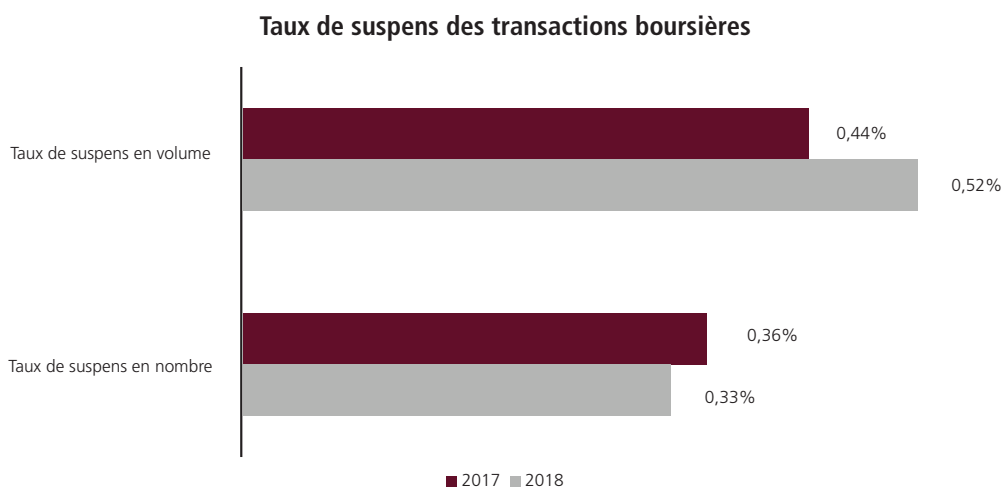
De plus, dans le cadre du renforcement de la résilience des systèmes d'information de MAROCLEAR, un projet de mise en place d'un site de secours hors Casablanca a été entamé et les travaux d'urbanisation ont été réalisés⁶⁵. En matière sécurité des systèmes d'informations, MAROCLEAR a adopté en 2018, une solution d'authentification forte de ses usagers (basée sur la solution RSA) pour la sécurisation des accès distants.

D. Systèmes de cotation et de compensation de la Bourse des valeurs de Casablanca

Faible taux de suspens des transactions boursières

Les statistiques relatives aux suspens des transactions boursières montrent que le risque de contrepartie de l'activité boursière ressort très faible. En effet, le taux de suspens en 2018 s'élève à 0,33% en termes de nombre d'opérations, enregistrant ainsi une baisse comparativement à l'année 2017. En termes de volume, le taux de suspens est passé de 0,44% en 2017 à 0,52% en 2018 et reste néanmoins à un niveau très faible.

⁶⁵ Il s'agit notamment des installations des réseaux internes, des dispositifs de sécurité et des infrastructures serveurs.



Source : Maroclear

Amélioration en termes de gestion du risque opérationnel au niveau de la Bourse de Casablanca, avec des incidents rares et sans gravité

L'année 2018 a enregistré une baisse notable dans la survenance des incidents opérationnels des plateformes techniques de la bourse des valeurs avec seulement 4 incidents relevés contre 10 incidents en 2017, soit une baisse de 60%. L'impact de ces incidents sur le bon fonctionnement du marché varie entre faible et modéré.

Ventilation des incidents par processus

Criticité	Nature de l'incident	2017	2018
Faible	Plateforme de cotation	2	-
	Statistiques et indices	-	1
Modérée	Plateforme de cotation	4	1
	Système	1	1
	Télécom	3	1

Source : Bourse de Casablanca

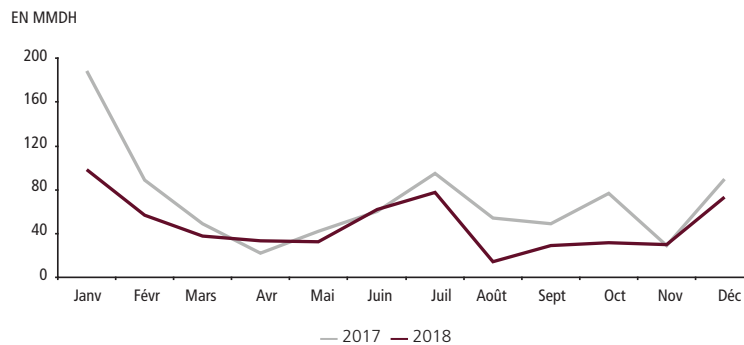
Certification du système de management de la continuité d'activité

La Bourse de Casablanca a certifié en 2018 son système de management de continuité d'activité avec la norme ISO 22301 ; norme qui permet le renforcement des mesures de protection et de préservation des intérêts du marché.

Soldes déversés au niveau du SRBM

Au terme de l'année 2018, le montant total déversé par la Bourse de Casablanca dans le SRBM, au titre des appels de marge dans le cadre du système de garantie, s'est établi à 579 millions de dirhams, contre 846 millions de dirhams en 2017, soit une baisse de 31%.

Soldes issus de la BVC et régles dans le SRBM en 2018



Source : SRBM

Projet chambre de compensation

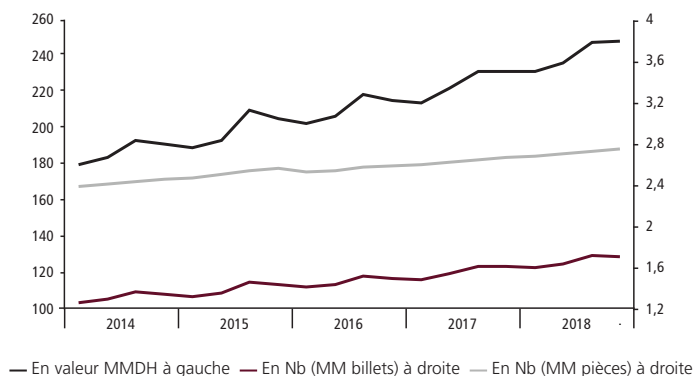
La Bourse des Valeurs de Casablanca a assuré durant l'exercice 2018 le pilotage du projet de création d'une chambre de compensation dans le cadre de la loi 42-12 relative aux instruments financiers à terme. L'objectif de ce projet est de doter la place financière d'une infrastructure de marché robuste qui compenserait à terme les produits dérivés.

Au cours de l'année 2018, les principaux travaux réalisés ont porté sur : (i) la formation des équipes de la Bourse auprès de la Contrepartie Centrale italienne CC&G (ii) l'étude d'externalisation à une CCP internationale (iii) le lancement de l'appel d'offre pour l'acquisition d'une solution de clearing et (iv) la création des structures juridiques de la chambre de compensation.

IV.3 MONNAIE FIDUCIAIRE

Établie à une valeur de 249 milliards de dirhams à fin 2018, la circulation fiduciaire maintient une augmentation de 7%, une évolution similaire à celle enregistrée un an auparavant, soit un volume équivalent à 1,7 milliard de billets et 2,8 milliards de pièces.

Évolution de la circulaire fiduciaire 2014-2018

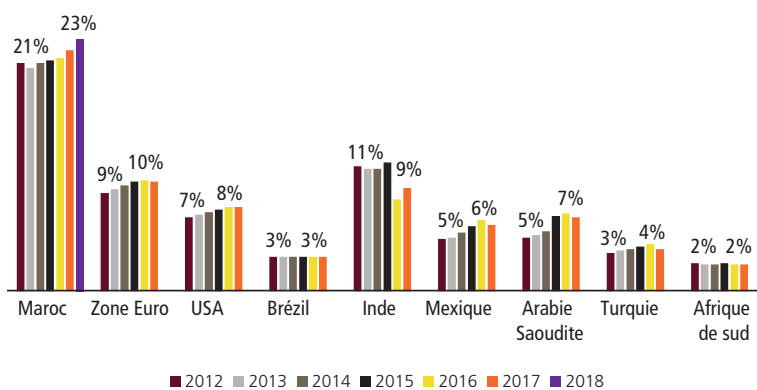


Source : BAM

La croissance continue de la circulation fiduciaire s’explique par le fort usage du cash dans les transactions. En effet, le paiement par cash couvre 95% du volume des transactions. De même, les cartes bancaires sont utilisées pour le retrait d’espèces à hauteur de 82%.

Eu égard à certains indicateurs macroéconomiques, la monnaie fiduciaire représente 30% de l’agrégat monétaire M1 et 23% du PIB.

Évolution du ratio CF/PIB - Comparaison internationale

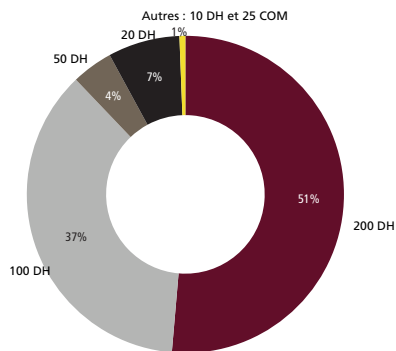


Sources : BAM-HCP-CPMI

A fin 2018, la circulation des billets s'est inscrite en hausse de 7% tant en valeur qu'en nombre pour atteindre 245 milliards de dirhams et 1,7 milliard de billets.

La structure des billets en circulation affiche une prépondérance des billets de 200 DH représentant une part de 72%.

Structure des billets en circulation à fin 2018

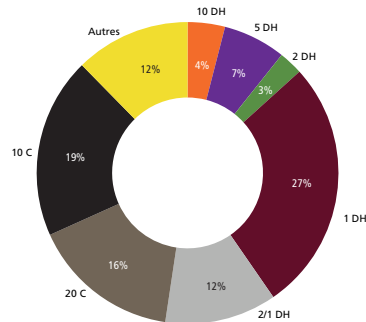


Source : BAM

Par type de billets, 64% des billets en circulation sont de type 2012, 33% relèvent de la série d'émission 2002 et 3% sont de type 1987. Les séries 1987 et 2002 sont actuellement en phase de retrait progressif de la circulation.

S'agissant de la circulation des pièces de monnaie, celle-ci a progressé de 3% pour se situer à un volume de 2,8 milliards d'unités, soit l'équivalent de 3,4 milliards de dirhams à fin 2018. Comme à l'accoutumé, les pièces de 1 DH, ½ DH, 20 C et 10 C dominent la circulation des pièces en représentant ensemble une part de 75%.

Structure des pièces en circulation à fin 2018



Source : BAM

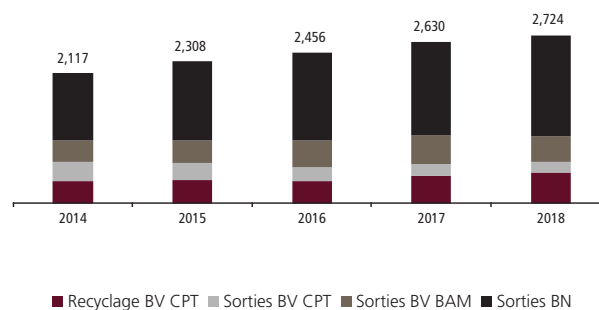
Approvisionnement de l'économie en monnaie fiduciaire

La satisfaction des besoins nationaux en MF s'est établie à 2,7 milliards de billets en 2018, en hausse de 4% par rapport à 2017. Les CPT y ont contribué à hauteur de 76%.

Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib assure la supervision de la qualité du recyclage effectué par les CPT, elle comble aussi le besoin en billets de banque grâce d'une part à l'injection de billets neufs qui a atteint un volume de 503 millions de billets (+14%) et d'autre part grâce aux 162 millions de billets valides issus de son activité de traitement.

La BV CPT, constitués à l'origine des excédents des banques versés à Bank Al-Maghrib, représentent un volume de sorties de 420 millions de coupures (+8%). Les sorties de BN, BV BAM et BV CPT font un volume global de sorties aux guichets de Bank Al-Maghrib de 1,085 milliard de billets, en recul de 1,5% par rapport à 2017.

Evolution de l'approvisionnement global des BBM (en milliards de billets) 2014-2018



Source : BAM

Par coupure, la structure des sorties aux guichets est dominée par les grandes dénominations. La part des billets de 200 DH a augmenté d'un point à 44% et celle de 100 DH a régressé d'un point à 41%. Les parts des petites dénominations se sont stabilisées à 6% et 9% respectivement pour les billets de 50 DH et de 20 DH.

Par région, le plus grand volume des sorties est, comme à l'accoutumé, concentré au niveau de la région de Casablanca-Settat qui enregistre une part de 23%, suivie de la région de Rabat-Salé-Kenitra avec une part de 19%. La région de Marrakech-Safi occupe la troisième place, elle a gagné 2 points en 2018 pour présenter une part de 14%. Les régions précitées et celles de Fès-Meknès, Tanger-Tétouan et Souss-Massa représentent, à elles seules, 87% du volume global de sorties des billets aux guichets de Bank Al-Maghrib, soit 6 régions sur les douze régions du royaume.

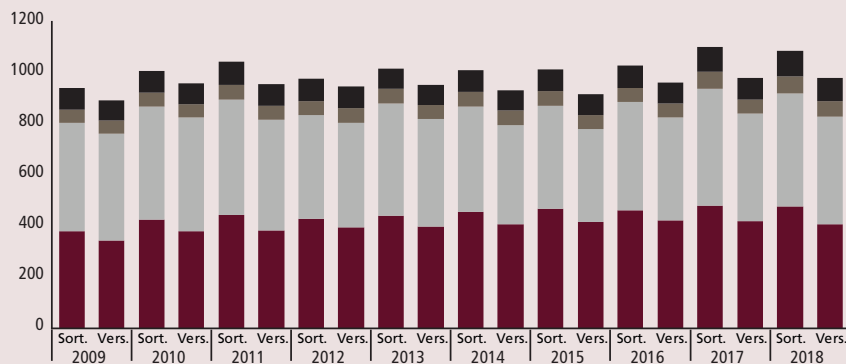
Encadré N°14 : Focus sur les mouvements de billets de BAM

Les flux aux guichets de BAM ont porté sur un volume de sorties d'environ 1,085 milliard de billets qui s'inscrit en baisse de 1,5%. Le volume des versements a atteint 0,981 milliard de billets, en repli de 0,1% par rapport à 2017.

Il est à noter que le développement du rôle des CPT dans la filière fiduciaire a contribué, d'une part, à la stabilisation des mouvements de billets de banque aux guichets de BAM.

Ces mouvements se maintiennent, en moyenne annuelle, à environ 1 milliard de billets pour chacun des flux de sorties et d'entrées de billets. Il a contribué aussi à l'optimisation de l'activité d'approvisionnement des sièges de BAM, qui constate une baisse continue du nombre des missions de convoyage de fonds d'une année à l'autre (-8%).

Évolution des mouvements de billets aux guichets de BAM (en million de coupures) 2014-2018

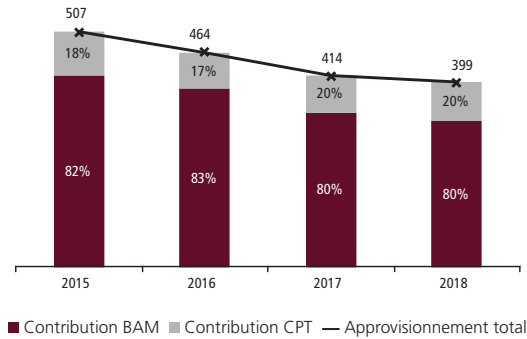


Source : BAM

Quant aux mouvements de billets de banque étrangers (BBE) aux guichets de BAM, les achats bruts ont porté sur une contrevaletur de 45,1 milliards de dirhams, en baisse de 15% par rapport à un an auparavant. De même, les cessions de devises ont reculé de 32% pour atteindre 1,6 milliard de dirhams en 2018.

A l'instar des billets, les besoins nationaux en pièces de monnaie sont ainsi satisfaits par la Banque Centrale et les CPT qui ont réalisé, un approvisionnement d'environ 400 millions de pièces en 2018, en baisse de 4% par rapport à 2017.

Évolution de la structure de l’approvisionnement en pièces de monnaie (en million de pièces) 2014-2018



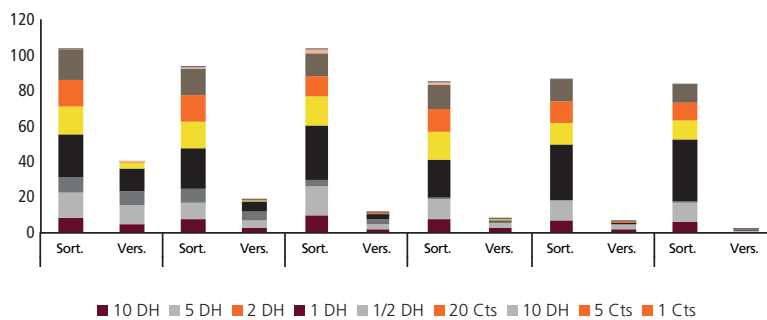
Source : BAM

Cette baisse est attribuée au repli du volume de recyclage en pièces de monnaie des CPT qui a atteint une évolution de -5% en 2018 à 317 millions de pièces. Ce repli trouve son explication par le non reflux de la monnaie divisionnaire aux banques. Cette tendance se traduit par la demande croissante sur les pièces qui demeure en circulation pour motif de transaction.

Eu égard aux mouvements aux guichets de Bank Al-Maghrib, les sorties de pièces ont atteint 84 millions de coupures, en baisse de 4% par rapport à 2017.

La structure des sorties, considérée en volume, reste prédominée des pièces de 1 DH qui enregistrent une hausse de 11% pour représenter une part de 42%. Les pièces de 5 DH et de ½ DH suivent avec une part de 13% pour chacune des coupures.

Evolution des mouvements de pieces de monnaie aux guichets de BAM (en million de pièces) 2014-2018



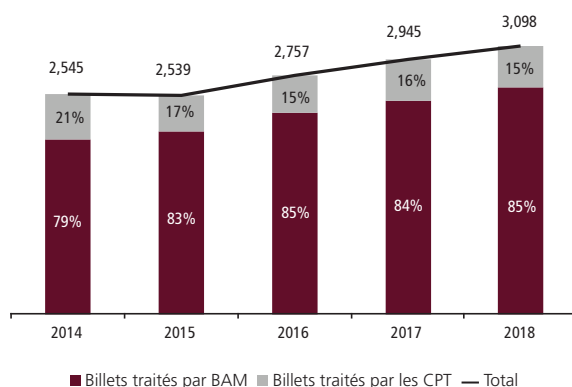
Source : BAM

Qualité des billets en circulation

Bank Al-Maghrib est l'acteur principal du maintien de la qualité de circulation fiduciaire. En 2018, l'émission des billets a concerné un volume de 518 millions de coupures, en hausse de 14% par rapport à 2017. La destruction a porté sur un volume de 310 millions de billets, en baisse de 18%.

L'entretien de la qualité, effectué conjointement par BAM et CPT, a franchi un volume de 3,1 milliards de billets traités en augmentation de 5% par rapport à 2017. Cette activité a permis de traiter environ 2 fois le volume des billets en circulation.

Évolution du volume de l'entretien des billets (en million de coupures) 2014-2018



Source : BAM

Par coupure, les taux de qualité des dénominations de 200 DH et 100 DH se sont établis respectivement à 86% et 79%, soient des taux avoisinants ceux constatés en 2017. Sous l'effet d'un fort usage en circulation provoquant un niveau avancé de détérioration, les taux de qualité des billets de 50 DH et 20 DH se situent respectivement à 24% et 14%.

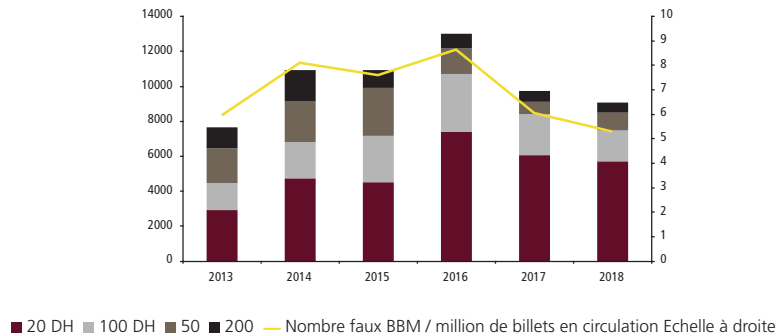
Faux monnayage

Les faux billets détectés par Bank Al-Maghrib continuent leur trend baissier pour enregistrer un recul de 7% en 2018. Cette évolution concerne aussi bien le volume que la valeur des faux billets et s'établissent respectivement à 9.074 billets et 1,4 million de dirhams.

Sur un million de billets en circulation, 5,3 billets sont contrefaits. Le phénomène de la contrefaçon au Maroc se situe à un niveau très faible comparativement à l'échelle internationale.

Les contrefaçons ciblent davantage les billets de 200 DH qui représentent, à elles seules, 63% des faux billets décelés. Les billets contrefaits de 100 DH, 50 DH et 20 DH représentent des parts respectives de l'ordre de 20%, 11% et 6%.

Evolution du nombre de BBM contrefaits (2014-2018)



Source : BAM

Par type, la série d'émission 2002 est la plus dominante dans les billets contrefaits avec une part de 48%, suivie par les faux billets de types 2012 et 1987 qui occupent respectivement des parts de 36% et 16%. En effet, 81% des faux billets décelés sont réalisés au moyen de photocopieurs ou imprimantes couleur.

De son côté, le nombre détecté de faux billets de banques étrangers a reculé de 49% à 552 de billets contrefaits. La tendance à la baisse a concerné les principales devises à savoir le Dollar américain et l'Euro, représentant des évolutions respectives de l'ordre de - 52% et - 54%.

LISTE DES ABRÉVIATIONS

Liste des abréviations

ACAPS	Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale
AMMC	Autorité Marocaine du Marché des Capitaux
BAM	Bank Al-Maghrib
BCE	Banque Centrale Européenne
BCEAO	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
BDT	Bons du Trésor
BEAC	Banque des Etats de l'Afrique Centrale
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
BRI	Banque des Règlements internationaux
BTP	Bâtiment et Travaux Publics
BVC	Bourse des valeurs de Casablanca
CA	Chiffre d'Affaires
CCG	Conseil de Coopération du Golfe
CCP	Chambre de Compensation Contrepartie Centrale
CCR	Compte Central de Règlement
CDG	Caisse de Dépôt et de Gestion
CIMR	Caisse Interprofessionnelle Marocaine de Retraite
CMI	Centre Monétique Interbancaire
CMR	Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CPIM	Comité sur les Paiements et les Infrastructures de Marché
CPT	Centres Privés de Tri
CSPR	Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement
DAT	Dépôt à Terme
DNSSI	Directive Nationale de la Sécurité des Systèmes d'Information
FCP	Fonds Commun de Placement
FGP	Fonds de Garantie Permanent

FIFO	First input, First Output
FMI	Fonds Monétaire International
FOGALOGÉ	Fonds de Garantie des Prêts au Logement
FOGARIM	Fonds de Garantie pour les Revenus Irréguliers et Modestes
FPCT	Fonds de Placement Collectifs en Titrisation
GAB	Guichets Automatiques Bancaires
GE	Grande Entreprise
GIC	Garanties Individuelles Complémentaires
HHI	Indice Herfindahl-Hirschmann
IAM	Itissalat Al Maghrib
IDE	Investissements Directs Étrangers
IFH	Intermédiaire Financier Habilité
IMF	Infrastructures des Marchés Financiers
IR	Impôt sur les Revenus
IS	Impôt sur les Sociétés
IPAI	Indice des prix des actifs immobiliers
IPO	Initial Public Offering, une introduction en bourse.
LCR	Liquidité de Court Terme
MADEX	Moroccan Most Active Shares Index
MASI	Moroccan All Shares Index
MENA	Moyen Orient et Afrique du Nord
MRE	Marocain Résident à l'Étranger
OICV	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
OMLT	Obligataires moyen et long terme
OPCR	Organismes de Placement en Capital Risque
OPCVM	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PCA	Plan de Continuité des Activités
PCEC	Plan Comptable des Établissements de Crédit

PER	Price Earning Ratio
PIB	Produit Intérieur Brut
PME	Petite et Moyenne Entreprise
RCAR	Régime Collectif d'Allocation de Retraite
RBE	Résultat Brut d'Exploitation
RIN	Réserves Internationales Nettes
RNPG	Résultat Net Part du Groupe
RPC	Régime des Pensions Civiles
RPM	Régime des Pensions Militaires
SCR	Société Centrale de Réassurance
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SIMT	Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation
SMSI	Système de Management de la Sécurité de l'Information
SRBM	Système des Règlements Bruts du Maroc
TCER	Taux de change effectif réel
TCN	Titres de Créances Négociables
TPE	Très Petite Entreprise
TPM	Taux Moyen Pondéré
TPME	Très Petite et Moyenne Entreprise
TVA	Taxe sur la Valeur Ajoutée
VC	Valeurs cotées
VNC	Valeurs non cotées

